BANK OF CANADA

MONETARY POLICY REPORT

– April 2006 –

Summary

Overview

The Canadian economy continues to grow at a solid pace, consistent with the Bank's outlook in the January *Monetary Policy Report Update*. The global economy has been robust, showing a little more momentum than had been anticipated. This has led to higher prices for many commodities which, along with strong domestic demand, have supported economic activity in Canada. At the same time, global competition and the past appreciation of the Canadian dollar continue to pose challenges for a number of sectors. All factors considered, the Canadian economy is judged to be operating at, or just above, its production capacity.

High and variable energy prices associated with the strength of global demand have kept total CPI inflation above the Bank's 2 per cent target. Core inflation has remained below 2 per cent, owing to persistent downward pressure from the prices of imported consumer goods.

Against this backdrop, the Bank raised its policy interest rate by one-quarter of one percentage point on 7 March and again on 25 April, bringing it to 4.0 per cent.

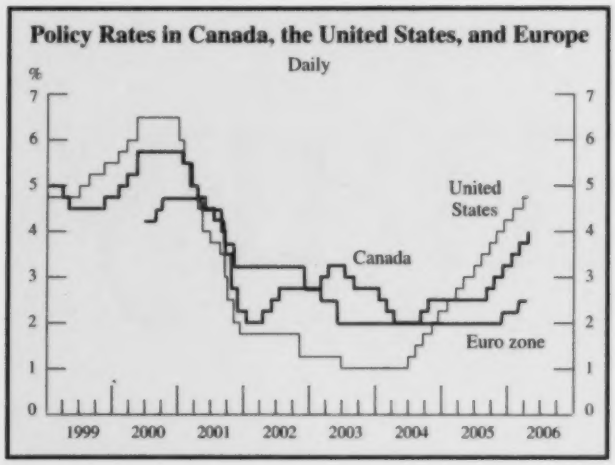
Canada's GDP is projected to grow by 3.1 per cent in 2006, in line with expectations in the January *Update*, and by 3.0 per cent in 2007, slightly stronger than previously expected. Growth in 2008 is expected to be 2.9 per cent. The Canadian economy is projected to operate slightly above its capacity through 2006 and to return to capacity by the end of 2008.

Total CPI inflation will continue to be volatile, affected by the evolution of

Highlights

- **The Canadian economy is judged to be operating at, or just above, its production capacity, supported by robust global growth, higher commodity prices, and strong domestic demand.**
- **The Bank projects economic growth of 3.1 per cent in 2006, 3.0 per cent in 2007, and 2.9 per cent in 2008.**
- **Total CPI inflation (excluding any changes in the GST) should average close to 2 per cent in 2007 and 2008.**
- **The Bank judges that the risks to the projection are roughly balanced, with a small tilt to the downside later in the projection period.**
- **In line with the Bank's outlook, some modest further increase in the policy interest rate may be required.**

This is a summary of the Monetary Policy Report *of the Governing Council of the Bank of Canada. The* Report *is based on information received up to the fixed announcement date on 25 April 2006.*



energy prices. Based on prices embedded in energy futures markets, the Bank projects total CPI inflation (excluding any changes in the Goods and Services Tax—GST) to average close to 2 per cent in 2007 and 2008. Upward pressure on inflation from excess demand in the economy is offset by downward pressure from the declining prices of many imported consumer goods. Core inflation is projected to rise to 2 per cent in the second half of this year and to remain there through the end of 2008.

There are both upside and downside risks to the Bank's projection for growth and inflation. In the Bank's view, these risks are roughly balanced, with a small tilt to the downside later in the projection period.

In line with the Bank's outlook for the Canadian economy, some modest further increase in the policy interest rate may be required to keep aggregate supply and demand in balance and inflation on target over the medium term. The Bank will closely monitor evolving developments in the Canadian economy in light of the cumulative increase in the policy interest rate since last September.

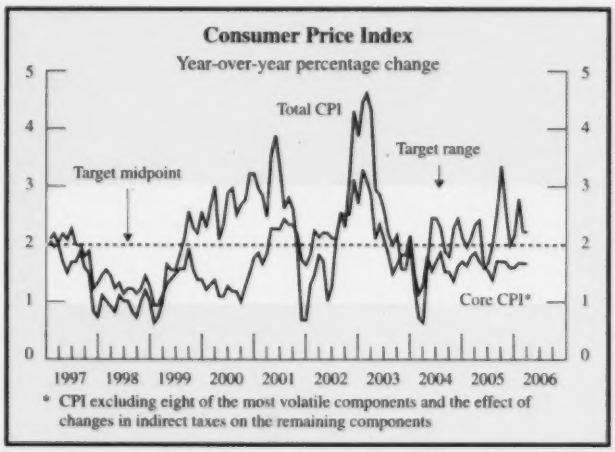
Recent Developments

Total CPI inflation has averaged 2.5 per cent since last September, owing mainly to increases in energy prices. Fluctuations in the inflation rate have been caused largely by swings in gasoline prices. But over the same period, core inflation has remained stable near 1.7 per cent. The declining world prices of many manufactured consumer goods and the past appreciation of the Canadian dollar have helped to keep core inflation low. There has been little evidence that higher energy costs are being passed through more generally to the prices of other goods and services.

The Canadian economy has maintained steady growth, even as it continues to adjust to global developments. Canada's terms of trade rose sharply in the second half of 2005. This boosted corporate profits, labour income, and government revenues. Labour productivity grew at a higher rate in the second half of last year, bringing it closer to the Bank's assumption for trend productivity growth. The Canadian dollar has traded in a range of 85 1/2 to 88 1/2 cents U.S. since the January *Update*.

Real GDP grew at an annual rate of 3 per cent in the second half of 2005, as expected. The level of economic activity at the end of last year was very close to what the Bank had anticipated. Growth in the first quarter of 2006 is projected to be 3.2 per cent.

After weighing all the indicators of capacity pressures, the Bank's Governing Council judges that the economy was operating at, or just above, its production capacity in early 2006.



106-04288/

Prospects for Growth and Inflation

The global economy has remained robust, with most major overseas economies participating in the expansion. Global growth in 2005 was stronger than expected, and significant momentum is expected to carry forward into this year. Growth is projected to moderate slightly in 2007 and 2008.

The U.S. economy is expected to continue to expand strongly in 2006, with real GDP growth of 3.5 per cent, then moderate to 3.2 per cent in 2007 and to 3.1 per cent in 2008.

The Bank's base-case assumes an orderly unwinding of global imbalances, reflecting a shift in global demand stemming from market-based adjustments, including a gradual, real effective depreciation of the U.S. dollar. This shift of demand is also supported by policy-based adjustments, including a reduction of the U.S. fiscal deficit, structural reforms in Europe and Asia, and more flexibility in Asian exchange rates. It is assumed that only a small fraction of the U.S.-dollar depreciation will be against the Canadian dollar, and that it will occur late in the projection period.

In Canada, final domestic demand continues to be the main driver of growth. Business investment is projected to remain strong through 2008. This reflects a robust global economy, high commodity prices, and healthy profits and corporate balance sheets. Consumer spending should also remain firm through the period, reflecting further gains in real disposable income. Housing investment is projected to continue to contribute to growth in 2006 before easing in 2007 and 2008. Government spending at all levels should grow in line with revenues.

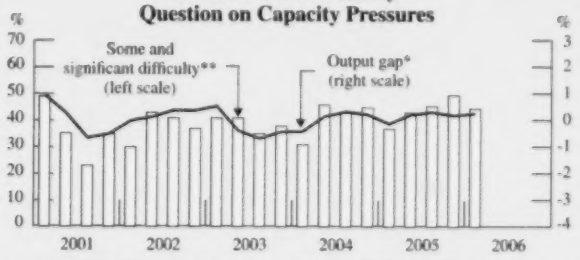
Both imports and exports are expected to rise through 2008. Net exports are still expected to be a slight drag on growth for some time, with this effect diminishing over the projection period.

Overall, the Bank projects GDP growth of 3.1 per cent in 2006, 3.0 per cent in 2007, and 2.9 per cent in 2008. This profile implies that the Canadian economy would be in slight excess demand this year and would return to potential by the end of the projection period. In the base-case projection, the slowing in U.S. economic growth, combined with the lagged effects of past interest rate increases, as well as some modest further increase in interest rates across the yield curve, will bring aggregate demand and supply back into balance.

Core inflation is expected to rise to 2 per cent in the second half of this year, earlier than expected in the January *Update*, owing to increases in electricity prices. Ongoing downward pressure on core inflation from reductions in the prices of manufactured goods should be offset by upward pressure coming from the economy operating with slight excess demand. These offsetting factors are projected to diminish in tandem over the projection period, leaving core inflation at 2 per cent.

Total CPI inflation will continue to be affected by developments in the markets for crude oil and natural gas. Total inflation should average about 2.5 per cent through the middle of 2006. But after a period of volatility exacerbated by the movements in energy prices a year earlier, total inflation is projected to return close to the 2 per cent target in the first half of 2007.

Estimated Output Gap and Response to *Business Outlook Survey* Question on Capacity Pressures



* Difference between actual output and estimated potential output. Note that the estimate for the first quarter of 2006 is based on a projected rise in output of 3.2 per cent (at annual rates) for the quarter.

** Percentage of firms indicating that they would have either some or significant difficulty meeting an unanticipated increase in demand/sales

This projection does not take into account the federal government's stated intention to reduce the GST from 7 per cent to 6 per cent in the near future, and to 5 per cent within five years. The Bank estimates that the direct effect of a reduction in the GST from 7 per cent to 6 per cent would be a reduction in the total CPI inflation rate of about 0.6 percentage points over a one-year period. The core rate of inflation would not be directly affected by the GST reduction. The Bank's approach is to look through any direct effects on total CPI inflation from changes in indirect taxes.

Risks to the Outlook

There are both upside and downside risks to the Bank's base-case projection. In the main, the Bank judges these risks to be roughly balanced. However, there remains a small risk of a disorderly correction to global imbalances, leading to significantly weaker global growth, which tilts the risks to the downside later in the projection period. This risk appears to be lower than previously judged, given the tentative signs of policy shifts and of rotation in global demand.

The upside risks for growth and inflation in Canada stem largely from the momentum of the global economy and the associated future path of commodity prices. Stronger global growth could also risk putting pressure on global production capacity. This could reduce the pace of price declines for many manufactured consumer goods, adding to upward pressure on inflation in Canada.

At the same time, there is an important downside risk that the U.S. economy could slow more quickly than anticipated. There is also a risk that adjustment to global imbalances could involve weaker global growth, which would have additional negative consequences for Canada. As well, the real effective depreciation of the U.S. dollar may affect the Canadian dollar more than is assumed, putting a renewed drag on net exports and dampening economic activity in Canada.

There continues to be uncertainty about the level and growth of potential output in Canada. Given the productivity-enhancing investments that are being made, productivity growth could be higher than assumed in the base-case projection. However, the large sectoral and regional shifts still under way continue to make it particularly difficult to assess the economy's production capacity.

Summary of the Base-Case Projection*

	2006				2007		2008
	Q1	Q2	Q3	Q4	H1	H2	
Real GDP (quarter-to-quarter percentage change at annual rates)	**3.2** *(3.2)*	**3.2** *(3.1)*	**3.0** *(3.0)*	**3.0** *(3.0)*	**2.9** *(2.9)*	**2.9** *(2.8)*	**2.9**
Real GDP (year-over-year percentage change)	**3.2** *(3.2)*	**3.1** *(3.1)*	**3.0** *(3.0)*	**3.1** *(3.1)*	**3.0** *(3.0)*	**2.9** *(2.9)*	**2.9**
Core inflation (year-over-year percentage change)	**1.7** *(1.7)*	**1.8** *(1.8)*	**2.0** *(1.9)*	**2.0** *(1.9)*	**2.0** *(2.0)*	**2.0** *(2.0)*	**2.0**
Total CPI** (year-over-year percentage change)	**2.4** *(2.5)*	**2.6** *(2.4)*	**1.9** *(1.9)*	**2.3** *(2.3)*	**2.1** *(2.0)*	**2.0** *(2.0)*	**2.0**
WTI† (level)	**63** *(65)*	**70** *(66)*	**73** *(67)*	**74** *(67)*	**74** *(67)*	**73** *(67)*	**71.**

* Figures in parentheses are from the January *Monetary Policy Report Update*.
** Excluding the effect of any changes in the Goods and Services Tax
† Assumption for the price of West Texas Intermediate crude oil (US$ per barrel), based on an average of futures contracts over the two weeks ending 21 April 2006

The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published semi-annually in April and October. Regular *Updates* are published in July and January. Copies of the full *Report*, the *Summary*, and the *Update* may be obtained by contacting Publications Distribution, Communications Department, Bank of Canada, Ottawa, Ontario, Canada K1A 0G9.

Telephone: 1-877-782-8248; email: publications@bankofcanada.ca;
or visit our website: www.bankofcanada.ca

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

– Avril 2006 –

Sommaire

Vue d'ensemble

La croissance de l'économie canadienne se poursuit à un rythme solide, comme la Banque le projetait dans la *Mise à jour* de janvier du *Rapport sur la politique monétaire*. L'économie mondiale est vigoureuse et affiche un dynamisme légèrement plus prononcé que prévu, ce qui a donné lieu à un renchérissement de nombreux produits de base. Celui-ci, conjugué à la vive demande intérieure, a alimenté l'activité économique au pays. Parallèlement, la concurrence sur la scène internationale et l'appréciation passée du dollar canadien continuent de poser des défis à plusieurs secteurs. Tout bien considéré, la Banque estime que l'économie canadienne fonctionne à un niveau égal ou tout juste supérieur à sa capacité de production.

Les cours élevés et variables de l'énergie associés à la forte demande mondiale ont maintenu le taux d'accroissement de l'IPC global au-dessus de la cible de 2 % visée par la Banque. L'inflation mesurée par l'indice de référence est toutefois restée en deçà du taux cible, en raison des pressions à la baisse persistantes exercées par les prix des biens de consommation importés.

Dans ces circonstances, la Banque a décidé de majorer son taux directeur de un quart de point de pourcentage le 7 mars et à nouveau le 25 avril, pour le porter à 4,0 %.

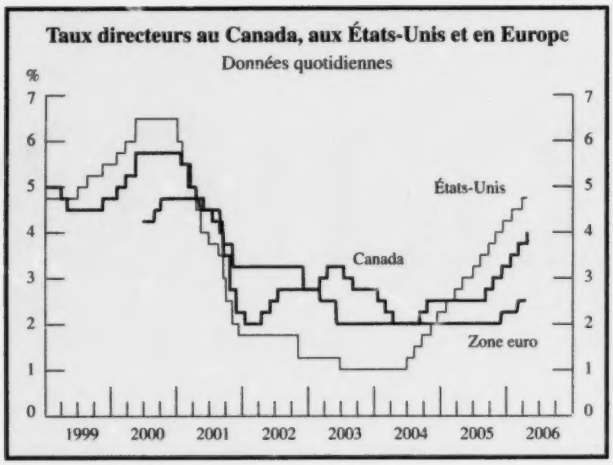
Le PIB du Canada devrait progresser de 3,1 % en 2006, conformément aux attentes exposées dans la *Mise à jour* de janvier, et de 3,0 % en 2007, ce qui est un peu plus rapide qu'escompté alors. Pour 2008, la croissance anticipée est de 2,9 %. On prévoit que l'économie canadienne tournera à un niveau légèrement supérieur à sa capacité tout au long de 2006 et qu'elle fonctionnera de nouveau à son potentiel avant la fin de 2008.

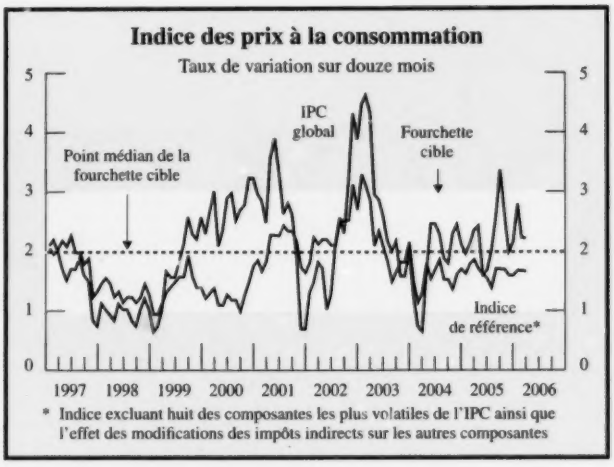
L'inflation mesurée par l'IPC global continuera d'être volatile, demeurant tributaire de la trajectoire des cours de l'énergie. Tenant compte des prix négociés sur les marchés à terme de l'énergie, la Banque prévoit que le taux d'augmentation de cet indice (exclusion faite des effets d'une modification de la taxe sur les produits et services, ou TPS) avoisinera 2 %, en moyenne, en 2007 et en 2008. Les pressions à la hausse sur l'inflation venant de la demande excédentaire au sein de l'économie devraient être contrebalancées par les pressions à la baisse dues au repli des prix de nombreux biens de consommation importés. On s'attend à ce que l'inflation mesurée par

Faits saillants

- **La Banque estime que l'économie canadienne fonctionne à un niveau égal ou tout juste supérieur à sa capacité de production, soutenue en cela par une expansion vigoureuse à l'échelle mondiale, un renchérissement des produits de base et le dynamisme de la demande intérieure.**
- **La Banque prévoit une croissance de 3,1 % en 2006, de 3,0 % en 2007 et de 2,9 % en 2008.**
- **Le taux d'augmentation de l'IPC global (exclusion faite des effets d'une modification de la TPS) devrait avoisiner 2 %, en moyenne, en 2007 et en 2008.**
- **La Banque juge que les risques entourant sa projection sont relativement équilibrés, les risques à la baisse devenant légèrement prépondérants plus tard au cours de la période de projection.**
- **À la lumière de ces perspectives, la Banque estime qu'elle pourrait devoir relever encore quelque peu le taux directeur.**

Le présent document renferme une synthèse du Rapport sur la politique monétaire *préparé par le Conseil de direction de la Banque du Canada. Le* Rapport *se fonde sur l'information qui avait été reçue à la date d'annonce préétablie du 25 avril 2006.*





l'indice de référence remonte à 2 % au second semestre de l'année et s'y maintienne jusqu'à la fin de 2008.

Des risques, tant à la hausse qu'à la baisse, pèsent sur la projection de la Banque en matière de croissance et d'inflation. L'institution juge que ceux-ci sont relativement équilibrés, les risques à la baisse devenant légèrement prépondérants plus tard au cours de la période de projection.

À la lumière de ces perspectives, la Banque estime qu'elle pourrait devoir relever encore quelque peu le taux directeur afin de maintenir l'équilibre entre l'offre et la demande globales et de garder l'inflation au taux cible à moyen terme. Elle suivra de près l'évolution de l'économie canadienne en tenant compte de la hausse cumulative du taux directeur depuis septembre dernier.

L'évolution récente

Le rythme d'accroissement de l'IPC global s'est établi à 2,5 % en moyenne depuis septembre dernier, en raison surtout de la hausse des cours de l'énergie. Il a enregistré de fortes fluctuations attribuables dans une large mesure aux variations des prix de l'essence. En revanche, l'inflation mesurée par l'indice de référence est demeurée stable durant la même période, à environ 1,7 %. La baisse des prix mondiaux de nombreux biens manufacturés et l'appréciation passée du dollar canadien ont contribué à contenir le taux d'augmentation de cet indice. Peu de signes laissent croire que le renchérissement de l'énergie se répercute de façon plus générale sur les prix des autres biens et services.

Bien qu'elle continue de s'ajuster à l'évolution de la conjoncture internationale, l'économie canadienne a maintenu un rythme d'expansion soutenu. Les termes de l'échange du Canada se sont considérablement améliorés durant la deuxième moitié de 2005, ce qui a donné lieu à des augmentations notables des bénéfices des entreprises, des revenus du travail et des recettes publiques. La croissance de la productivité du travail s'est accélérée durant ce semestre, devenant ainsi plus conforme à l'hypothèse de la Banque concernant le taux d'accroissement de la productivité en longue période. Par ailleurs, le cours du dollar canadien a évolué dans une fourchette de 85 1/2 à 88 1/2 cents É.-U. depuis la parution de la *Mise à jour* de janvier.

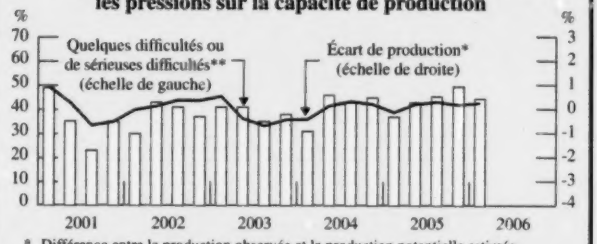
Le PIB réel a progressé de 3 % en taux annuel au second semestre de 2005, conformément aux attentes. À la fin de l'année, l'activité économique se situait à un niveau très proche de celui que la Banque projetait. Celle-ci estime que la croissance au premier trimestre de 2006 a atteint 3,2 %.

Après avoir passé en revue tous les indicateurs des pressions s'exerçant sur la capacité de production, le Conseil de direction de la Banque juge qu'au début de 2006, l'économie fonctionnait à un niveau égal ou tout juste supérieur à sa capacité de production.

Les perspectives en matière de croissance et d'inflation

L'expansion de l'économie mondiale, à laquelle ont contribué la plupart des principales économies d'outre-mer, est demeurée vigoureuse. En 2005, elle a dépassé les prévisions et devrait conserver une bonne part de son dynamisme cette année, pour ensuite se modérer légèrement en 2007 et en 2008.

Estimation de l'écart de production et réponses à la question de l'enquête sur les perspectives des entreprises concernant les pressions sur la capacité de production



* Différence entre la production observée et la production potentielle estimée. Il convient de noter que la valeur estimée de l'écart pour le premier trimestre de 2006 se fonde sur une croissance prévue de la production de 3,2 % (en rythme annuel) pour ce trimestre.

** Pourcentage des entreprises ayant indiqué qu'elles auraient quelques difficultés ou de sérieuses difficultés à répondre à une hausse inattendue de la demande ou des ventes

Aux États-Unis, la forte croissance de l'activité devrait se poursuivre en 2006, le rythme d'expansion du PIB réel atteignant 3,5 % cette année, avant de ralentir à 3,2 % en 2007 et à 3,1 % en 2008.

Le scénario de référence de la Banque suppose que les déséquilibres mondiaux se résorberont de façon ordonnée sous l'effet d'un déplacement de la demande mondiale découlant des ajustements opérés par le marché, dont une baisse graduelle du taux de change réel effectif du dollar américain. Ce déplacement est également favorisé par l'adoption de politiques correctives visant notamment une réduction du déficit budgétaire des États-Unis, une réforme des structures en Europe et en Asie et une plus grande flexibilité des taux de change des monnaies asiatiques. La Banque fait l'hypothèse que le dollar canadien ne sera que légèrement touché par la dépréciation de la devise américaine et que l'ajustement se produira vers la fin de l'horizon projeté.

Au Canada, la demande intérieure finale demeure le principal moteur de l'expansion économique. On croit que les investissements des entreprises resteront robustes d'ici la fin de 2008, sous l'impulsion du dynamisme de l'économie mondiale, des prix élevés des matières premières ainsi que de la grande solidité des bilans et de la forte rentabilité des entreprises. Les dépenses de consommation devraient également rester vigoureuses pendant la période de projection, sous l'effet de nouveaux gains au chapitre du revenu réel disponible. On s'attend à ce que les investissements dans le secteur du logement continuent de contribuer à la croissance cette année, avant de fléchir en 2007 et en 2008. Les dépenses de l'ensemble des administrations publiques devraient évoluer de pair avec les recettes publiques.

Tant les importations que les exportations devraient croître jusqu'à la fin de 2008. On prévoit encore que les exportations nettes brideront la croissance un peu pendant quelque temps et que cette incidence s'atténuera au cours de l'horizon projeté.

Globalement, la Banque s'attend à ce que le PIB progresse à un rythme de 3,1 % en 2006, de 3,0 % en 2007 et de 2,9 % en 2008. Ce profil laisse entendre que l'économie affichera une demande légèrement excédentaire cette année et que son taux de croissance retournera au niveau de la production potentielle avant la fin de la période de projection. La Banque suppose également, dans son scénario de référence, que la baisse de régime de l'économie américaine, combinée à l'effet retardé des relèvements passés des taux d'intérêt et d'une modeste hausse supplémentaire de ces derniers, rétablira l'équilibre entre l'offre et la demande globales.

L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait remonter à 2 % au second semestre de cette année, soit plus tôt qu'on le prévoyait dans la *Mise à jour* de janvier, sous l'effet de majorations des tarifs d'électricité. Les pressions à la baisse continues que la réduction des prix des biens manufacturés exerce sur l'inflation devraient être compensées par les pressions à la hausse attribuables au léger excédent de la demande au sein de l'économie. On s'attend à ce que ces pressions opposées diminuent en parallèle au cours de la période de projection, ramenant l'inflation mesurée par l'indice de référence à 2 %.

Le comportement des cours du pétrole brut et du gaz naturel continuera d'avoir une incidence sur le taux d'accroissement de l'IPC global, lequel devrait avoisiner, en moyenne, 2,5 % au premier semestre de 2006. Après une période de volatilité accentuée par les mouvements enregistrés par les prix des produits énergétiques un an plus tôt, ce taux devrait toutefois retourner à un niveau proche de la cible de 2 % au premier semestre de 2007.

Cette projection ne tient pas compte de l'intention manifestée par le gouvernement fédéral de ramener la TPS de 7 à 6 % dans un proche avenir et à 5 % d'ici cinq ans. La Banque estime que la première réduction aurait pour conséquence directe de retrancher quelque 0,6 point de pourcentage au taux d'augmentation de l'IPC global dans les douze mois qui suivraient. Il n'y aurait aucune incidence

directe sur l'inflation mesurée par l'indice de référence. La Banque a pour règle de faire abstraction de toute répercussion directe d'une modification des impôts indirects sur l'inflation mesurée par l'IPC global.

Les risques pesant sur les perspectives

Le scénario de référence de la Banque est entaché de risques aussi bien à la hausse qu'à la baisse. Dans l'ensemble, la Banque considère que ceux-ci sont relativement équilibrés. Toutefois, il subsiste un faible risque que la correction des déséquilibres mondiaux se fasse de façon désordonnée, ce qui affaiblirait sensiblement la croissance à l'échelle internationale et accentuerait donc les risques d'un ralentissement économique plus tard au cours de la période de projection. Cette éventualité paraît moins probable qu'elle ne l'était il y a quelque temps, à en juger par les signes d'une modification des politiques et de la composition de la demande mondiale.

Les risques que la progression de l'activité et l'inflation au Canada soient plus élevées que prévu sont grandement liés au dynamisme de l'expansion mondiale et à la trajectoire des cours des produits de base qui en découlera. Une croissance plus rapide qu'escompté de l'économie mondiale risque également d'exercer des tensions sur les capacités de production, ce qui pourrait ralentir le repli des prix de nombreux biens de consommation manufacturés et du même coup amplifier les pressions à la hausse sur l'inflation au Canada.

Par ailleurs, la croissance de l'économie canadienne pourrait être inférieure à ce que projette le scénario de référence en raison du risque important que l'activité se tasse de manière plus abrupte qu'anticipé aux États-Unis. Il est possible également que le processus d'ajustement aux déséquilibres mondiaux provoque une expansion plus faible à l'échelle internationale, ce qui ajouterait aux retombées négatives pour le Canada. Enfin, la dépréciation du dollar américain en termes effectifs réels pourrait être plus accentuée vis-à-vis du huard que ne le suppose notre projection, ce qui freinerait encore davantage les exportations nettes et la croissance au pays.

Des incertitudes continuent d'entourer le niveau et la croissance de la production potentielle au Canada. Il se pourrait ainsi que, à la faveur des investissements effectués par les entreprises pour accroître leur productivité, la croissance de la productivité soit supérieure à ce que suppose le scénario de référence. Néanmoins, compte tenu des importants ajustements sectoriels et régionaux qui sont encore en cours, il demeure particulièrement difficile d'évaluer la capacité de production de l'économie.

Résumé des projections selon le scénario de référence*

	2006				2007		2008
	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er sem.	2e sem.	
PIB réel (taux de variation trimestriel annualisé)	**3,2** *(3,2)*	**3,2** *(3,1)*	**3,0** *(3,0)*	**3,0** *(3,0)*	**2,9** *(2,9)*	**2,9** *(2,8)*	**2,9**
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	**3,2** *(3,2)*	**3,1** *(3,1)*	**3,0** *(3,0)*	**3,1** *(3,1)*	**3,0** *(3,0)*	**2,9** *(2,9)*	**2,9**
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	**1,7** *(1,7)*	**1,8** *(1,8)*	**2,0** *(1,9)*	**2,0** *(1,9)*	**2,0** *(2,0)*	**2,0** *(2,0)*	**2,0**
IPC global** (taux de variation en glissement annuel)	**2,4** *(2,5)*	**2,6** *(2,4)*	**1,9** *(1,9)*	**2,3** *(2,3)*	**2,1** *(2,0)*	**2,0** *(2,0)*	**2,0**
WTI † (niveau)	**63** *(65)*	**70** *(66)*	**73** *(67)*	**74** *(67)*	**74** *(67)*	**73** *(67)*	**71**

* Les chiffres entre parenthèses sont tirés de la *Mise à jour* du *Rapport sur la politique monétaire* parue en janvier 2006.

** Exclusion faite des effets d'une modification de la taxe sur les produits et services

† L'hypothèse relative au cours du pétrole brut West Texas Intermediate (en $ É.-U. le baril) se fonde sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines se terminant le 21 avril 2006.

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada est publié en avril et en octobre. Des mises à jour de l'analyse qui y est présentée paraissent en juillet et en janvier. Pour recevoir des exemplaires du *Rapport* au complet, du *Sommaire* ou de la *Mise à jour*, veuillez communiquer avec le Service de la diffusion des publications, département des Communications, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9.

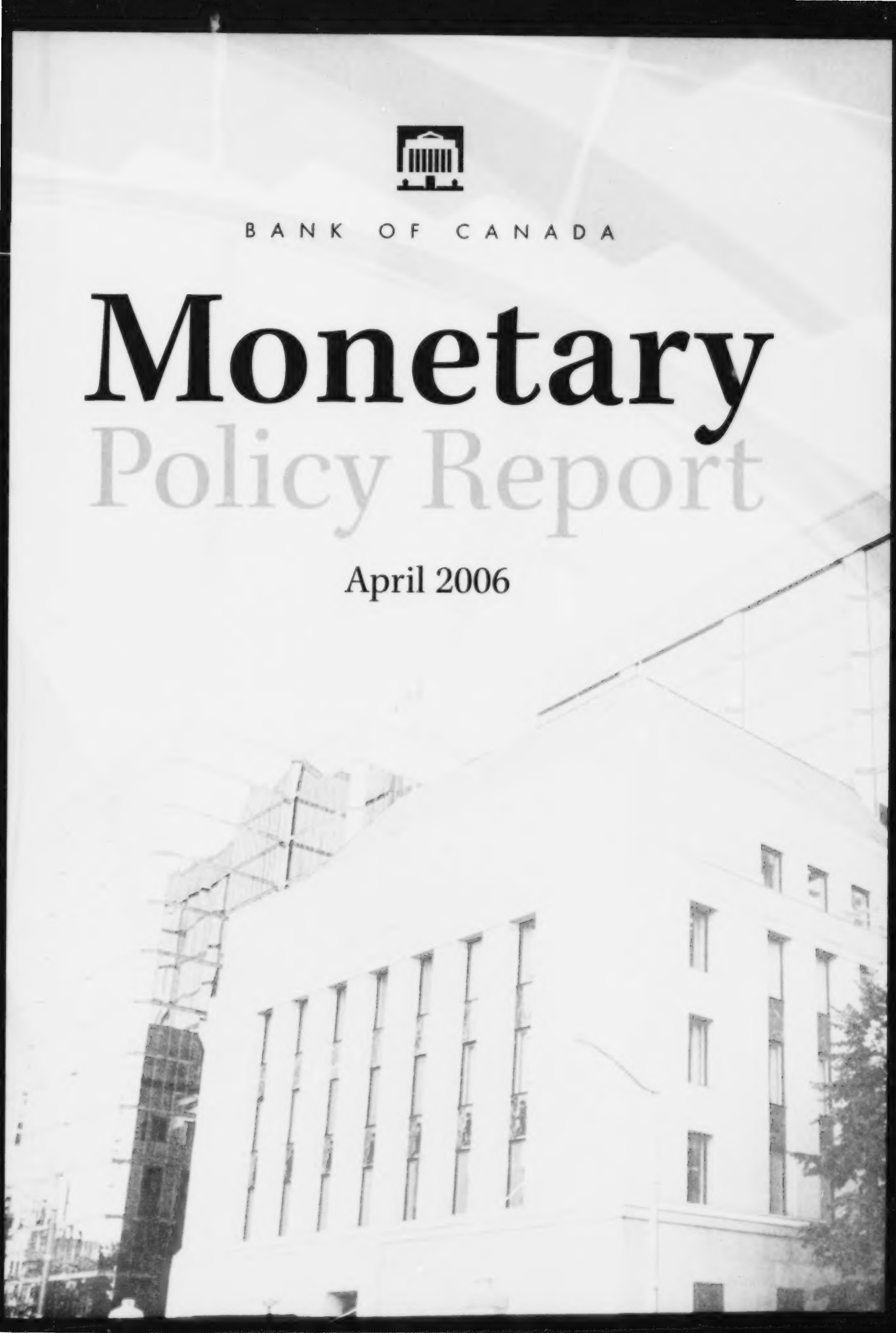
Téléphone : 1 877 782-8248; adresse électronique : publications@banqueducanada.ca;

site Web : www.banqueducanada.ca

BANK OF CANADA

Monetary Policy Report

April 2006



Canada's Inflation-Control Strategy

Inflation control and the economy

- Inflation control is not an end in itself; it is the means whereby monetary policy contributes to solid economic performance.

- Low inflation allows the economy to function more effectively. This contributes to better economic growth over time and works to moderate cyclical fluctuations in output and employment.

The monetary policy instrument

- Announcements regarding the Bank's policy instrument—the target overnight interest rate—take place, under normal circumstances, on eight prespecified dates during the year.

- In setting a target for the overnight rate, the Bank of Canada influences short-term interest rates to achieve a rate of monetary expansion consistent with the inflation-control target. The transmission mechanism is complex and involves long and variable lags—the impact on inflation from changes in policy rates is usually spread over six to eight quarters.

The targets

- In February 1991, the federal government and the Bank of Canada jointly announced a series of targets for reducing total CPI inflation to the midpoint of a range of 1 to 3 per cent by the end of 1995. That inflation-control target range was extended a number of times, most recently in May 2001, in this last case to the end of 2006. Monetary policy aims to keep future inflation at the 2 per cent target midpoint of this range, both to maximize the likelihood that inflation stays within the target range and to increase the predictability of inflation over the longer term (Crawford 2001).

Monitoring inflation

- In the short run, a good deal of movement in the CPI is caused by transitory fluctuations in the prices of such volatile components as fruit and gasoline, as well as by changes in indirect taxes. For this reason, the Bank focuses on a *core* measure of CPI inflation that excludes eight of the most volatile components of the CPI and adjusts the remaining components to remove the effect of changes in indirect taxes. Core inflation also tends to be a better indicator of underlying inflationary pressures than the latest twelve-month rate of increase in the total CPI (Macklem 2001).

Bank of Canada
234 Wellington Street
Ottawa, Ontario
K1A 0G9

5312
CN ISSN 1201-8783

Printed in Canada on recycled paper

BANK OF CANADA

MONETARY POLICY REPORT

— April 2006 —

This is a report of the Governing Council of the Bank of Canada:
David Dodge, Paul Jenkins, Sheryl Kennedy, Pierre Duguay,
David Longworth, and Tiff Macklem.

Global imbalances are a global problem, and their resolution requires a global effort . . . . While the specific policy measures will vary from country to country, there are common principles that policy-makers everywhere should follow. These include the adoption of appropriate fiscal policies, the promotion of well-functioning labour and product markets, the provision of a well-functioning social safety net, policies that allow for an efficient and sound financial system, and a monetary policy focused on low, stable, and predictable inflation . . . . An orderly resolution of imbalances is in all of our interests.

David Dodge

Governor, Bank of Canada
6 February 2006

Contents

1. Overview 5

2. Recent Developments in Inflation 6

Inflation and the 2 per cent target 6
Factors at work on inflation 7

3. Financial Developments 15

Interest rates and exchange rates 15
Credit conditions and other financial developments 17

4. The Outlook 20

International 20
Aggregate demand and supply in Canada . 23
Inflation 25
Risks to the base-case projection 28

Bibliography 30

Technical Boxes

1. Changing the GST: Inflation Impact and Monetary Policy Implications 27
2. Adjustment of Global Savings and Current Account Imbalances over the Long Term 29

1. OVERVIEW

The Canadian economy continues to grow at a solid pace, consistent with the Bank's outlook in the January *Monetary Policy Report Update*. The global economy has been robust, showing a little more momentum than had been anticipated. This has led to higher prices for many commodities which, along with strong domestic demand, have supported economic activity in Canada. At the same time, global competition and the past appreciation of the Canadian dollar continue to pose challenges for a number of sectors. All factors considered, the Canadian economy is judged to be operating at, or just above, its production capacity.

Developments in the target for the overnight rate since the January *Update*:

7 March 2006—up 25 basis points to 3.75 per cent

25 April 2006— up 25 basis points to 4.00 per cent

High and variable energy prices associated with the strength of global demand have kept total CPI inflation above the Bank's 2 per cent target. Core inflation has remained below 2 per cent, owing to persistent downward pressure from the prices of imported consumer goods.

Against this backdrop, the Bank raised its policy interest rate by one-quarter of one percentage point on 7 March and again on 25 April, bringing it to 4.0 per cent.

Canada's GDP is projected to grow by 3.1 per cent in 2006, in line with expectations in the January *Update*, and by 3.0 per cent in 2007, slightly stronger than previously expected. Growth in 2008 is expected to be 2.9 per cent. The Canadian economy is projected to operate slightly above its capacity through 2006 and to return to capacity by the end of 2008.

Total CPI inflation will continue to be volatile, affected by the evolution of energy prices. Based on prices embedded in energy futures markets, the Bank projects total CPI inflation (excluding any changes in the Goods and Services Tax) to average close to 2 per cent in 2007 and 2008. Upward pressure on inflation from excess demand in the economy is offset by downward pressure from the declining prices of many imported consumer goods. Core inflation is projected to rise to 2 per cent in the second half of this year and remain there through the end of 2008.

There are both upside and downside risks to the Bank's projection for growth and inflation. In the Bank's view, these risks are roughly balanced with a small tilt to the downside later in the projection period.

In line with the Bank's outlook for the Canadian economy, some modest further increase in the policy interest rate may be required to keep aggregate supply and demand in balance and inflation on target over the medium term. The Bank will closely monitor evolving developments in the Canadian economy in light of the cumulative increase in the policy interest rate since last September.

This report includes information received up to the fixed announcement date on 25 April 2006.

2. Recent Developments in Inflation

CPI inflation averaged 2.5 per cent between September and March . . .

The 12-month rate of increase in the total CPI was somewhat higher than the Bank's 2 per cent inflation-control target, averaging 2.5 per cent for the period between September 2005 and March 2006. This chiefly reflected considerable increases in energy prices at the consumer level. On the other hand, the core rate of inflation averaged 1.7 per cent over the same period, reflecting continued downward pressure from import prices.[1]

Inflation and the 2 per cent target

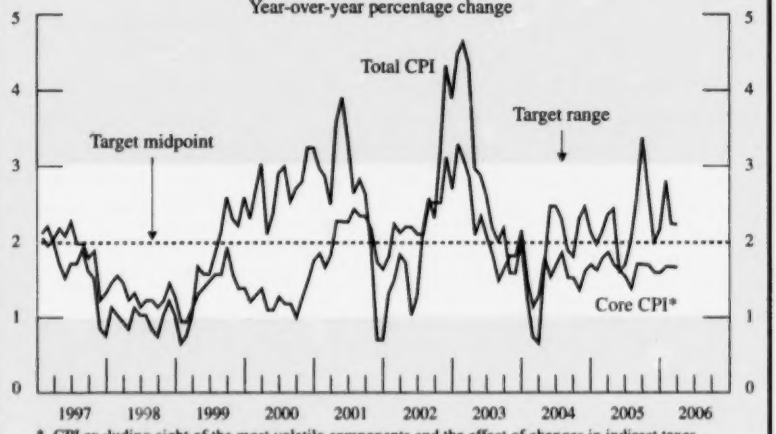
. . . and continued to show considerable volatility.

The inflation rate for the total CPI has been quite volatile, moving in a range between 2.0 and 3.4 per cent since the October *Monetary Policy Report* (Chart 1). This was caused by ongoing fluctuations in gasoline prices and marked increases in consumer prices for natural gas.

Chart 1

Consumer Price Index

Year-over-year percentage change



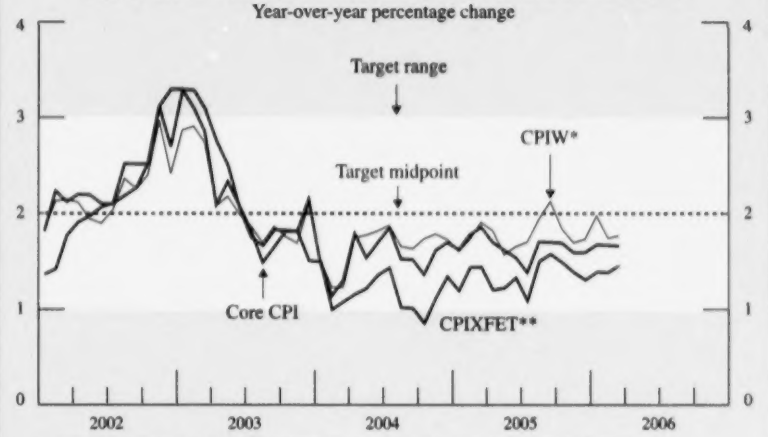
* CPI excluding eight of the most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

1. The core measure of inflation excludes eight of the most volatile components of the CPI and adjusts the remaining components to remove the effect of changes in indirect taxes. The eight components removed are fruit, vegetables, gasoline, fuel oil, natural gas, intercity transportation, tobacco, and mortgage-interest costs.

Chart 2

Core CPI and Other Measures of the Trend Inflation Rate

Year-over-year percentage change



* CPIW adjusts each CPI basket weight by a factor that is inversely proportional to the component's variability.

** CPIXFET excludes food, energy, and the effect of changes in indirect taxes.

Core inflation and other measures of trend inflation stayed below 2 per cent.

The core rate of inflation has remained very stable in recent months at about 1.7 per cent. Other measures of the trend rate of inflation that the Bank follows have also remained below 2 per cent (Chart 2).

Although the Canadian economy has been operating close to its full production capacity since the second quarter of 2004, the prices of many import-intensive goods have continued to fall, reflecting declines in the world prices of many manufactured goods and the past appreciation of the Canadian dollar. This continued to put downward pressure on core inflation.[2] There has been relatively little evidence that higher energy costs are being passed more generally to the prices of other goods and services.

Factors at work on inflation

Aggregate demand and adjustments to global developments

With much higher energy prices . . .

In the second half of 2005 and into early 2006, the Canadian economy continued to grow steadily, even as it underwent significant adjustments in response to global developments and associated changes in relative prices. These developments included strong world economic growth, high and volatile energy prices, high price levels for many other commodities, declining prices for

2. Over the past year, reductions in the prices of non-auto durable and semi-durable goods (both of which have high import content) took 0.3 percentage points off core inflation.

many manufactured goods, and the appreciation of the Canadian dollar.

. . . Canada's terms of trade improved considerably in the second half of 2005.

The surge in world energy prices improved Canada's terms of trade (the price of exports relative to the price of imports) considerably in the second half of 2005. With this improvement, real income rose more rapidly than real output (measured by real GDP), as evidenced by substantial gains in corporate profits, labour income, and government revenues.

Canada's real GDP grew as expected . . .

Canada's real GDP grew at an annual rate of 3 per cent in the second half of 2005, as expected at the time of the January *Update*. Consequently, the level of economic activity at the end of last year was very close to what had been anticipated. Based on available indicators, it appears that real GDP grew by about 3.2 per cent in the first quarter of 2006, driven by many of the same factors that were evident through the second half of last year.

. . . with strong gains in final domestic demand.

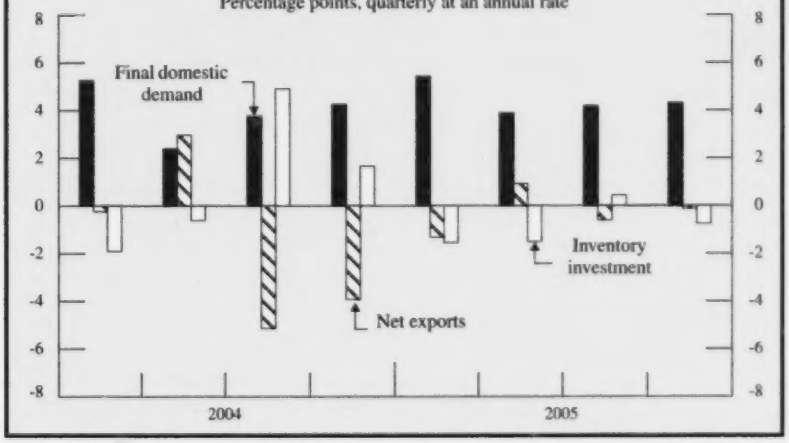
Final domestic demand continued to contribute significantly to GDP growth in the second half of 2005, while net exports were little changed over the period (Chart 3). Businesses, facing competitive pressures to reduce costs and increase productivity in some instances, and capacity constraints in others, undertook further sizable increases in capital spending. These increases were supported by strong overall profitability, ongoing reductions in the prices of imported machinery and equipment, and favourable financing conditions. The growth of household expenditures eased somewhat over this period, following a marked increase in the first half of 2005.

Businesses continued to significantly increase capital spending . . .

Chart 3

Contribution to Real GDP Growth

Percentage points, quarterly at an annual rate



. . . and there was substantial growth in exports and imports.

With continued strong growth in the global economy, Canada's exports rose substantially. Indeed, export growth strengthened appreciably in the second half of 2005, owing largely to a recovery in exports of automotive products. At the same time, import growth also picked up, boosted by the considerable growth in final domestic demand.

Energy-related capital spending has risen very strongly . . .

High global prices for energy commodities and metals helped to maintain very high levels of profitability in oil and gas extraction, mining, and related processing industries during the second half of 2005 and into 2006. Production in these industries also picked up noticeably in the second half of 2005, having been held back earlier in the year by temporary disruptions. As a result, capital spending has strengthened appreciably, and plans indicate further strong gains in investment spending for this year. Expenditures on pipeline infrastructure are also being markedly increased. While the economic impact of higher capital spending by energy-related firms is most apparent in Western energy-producing provinces, some activity in other provinces is also being generated by related purchases of goods and services.

In most sectors with a low exposure to foreign competition, such as construction and wholesale and retail trade, profitability remained strong in the second half of 2005. Output rose solidly, bolstered by strong gains in final domestic demand and, in some cases, lower costs for imported products. Employment in these sectors has risen appreciably since the middle of last year.

. . . while many manufacturing firms continue to restructure their operations.

Over the same period, profitability weakened in many parts of the manufacturing sector because of the continuing impact of the strong Canadian dollar, higher energy costs, and strong competition from emerging economies (especially China). As a result, employment in manufacturing has continued to fall considerably as many firms restructured their operations. To further improve productivity and decrease costs, manufacturers increased capital spending substantially in 2005, and additional investment is expected this year. With these various initiatives, manufacturing productivity rose by some 6.5 per cent at an annual rate between the second and fourth quarters of 2005. Thus, output continued to increase even as employment in the manufacturing sector declined.

Estimated pressures on capacity

Most of the indicators of capacity pressures suggest that the economy was operating at or above its production capacity in the first quarter of 2006.

In the Bank's spring *Business Outlook Survey*, the percentage of firms reporting labour shortages or difficulties meeting an unanticipated

increase in demand remained above average, although there was some easing from the preceding survey (Chart 4). The Bank's conventional measure of the output gap also suggests that the economy was operating slightly above its potential in early 2006 (Chart 5). Statistics Canada's measure of capacity utilization in the non-farm, goods-producing sector has been indicating considerable pressure on production capacity for some time.

Labour market indicators suggest, in general, that the economy is operating close to potential. Wage developments and the recent evidence of a pickup in labour productivity growth are discussed in the next section of this report.

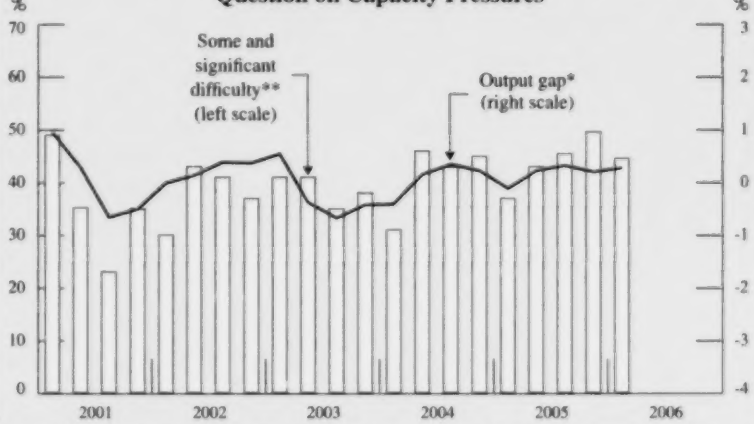
In contrast, core inflation seems to be pointing to less pressure on capacity, having stayed below 2 per cent since the end of 2003. As noted earlier in this report, however, the downward pressure on the core rate has also reflected ongoing reductions in the prices of many finished manufactured goods partly related to new production in Asia. And total CPI inflation has been running above 2 per cent, largely reflecting tightness in global energy markets that is also partly related to the strong economic growth in Asia. On balance, the information from consumer prices does not provide much evidence of excess supply.

The economy was operating at, or just above, its production capacity in early 2006.

Based on a review of all the indicators of capacity pressures, it is the judgment of the Governing Council that the Canadian economy was operating at, or just above, its production capacity in early 2006.

Chart 4

Estimated Output Gap and Response to *Business Outlook Survey* Question on Capacity Pressures



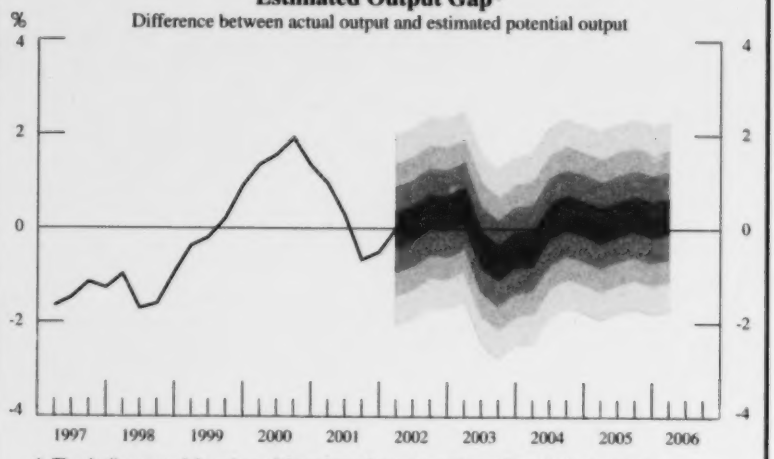
* Difference between actual output and estimated potential output. Note that the estimate for the first quarter of 2006 is based on a projected rise in output of 3.2 per cent (at annual rates) for the quarter.

** Percentage of firms indicating that they would have either some or significant difficulty meeting an unanticipated increase in demand/sales

Chart 5

Estimated Output Gap*

Difference between actual output and estimated potential output



* The shading around the values of the estimated output gap shows (from darkest to lightest) confidence intervals of 25 per cent, 50 per cent, 75 per cent, and 95 per cent.

Note: The estimate for the first quarter of 2006 is based on a projected rise in output of 3.2 per cent (at annual rates) for the quarter.

Wages and productivity

The underlying trend in wages is running between 3 and 3 3/4 per cent . . .

Growth in aggregate wages picked up in the second half of 2005 after several years of subdued gains, although it appears that the rate of increase eased somewhat in early 2006. A good indicator of the underlying trend in wages is the average hourly wages of permanent workers reported in the Labour Force Survey. That measure indicates that the rate of increase in aggregate wages has ranged between 3 and 3 3/4 per cent since mid-2005 (Chart 6).

Wage increases in oil- and gas-producing provinces continue to be conspicuously higher than those in other parts of the country. This reflects the differing pressures in labour markets, which have encouraged workers to move—or commute—to Alberta from other provinces.

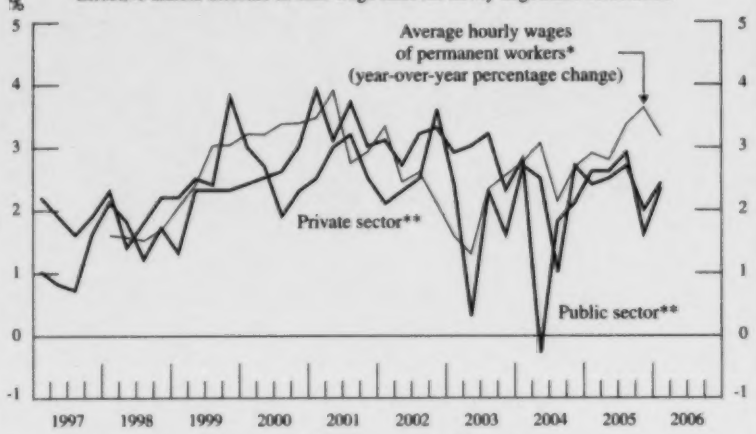
. . . and labour productivity picked up.

After a two-year period of essentially no change, labour productivity growth accelerated in the second half of 2005, with productivity in the fourth quarter up 1 1/2 per cent from a year earlier (Chart 7). This brought it closer to the Bank's assumption for trend labour productivity growth over the longer term of about 1 3/4 per cent. At the sectoral level, strong productivity growth broadened beyond manufacturing and wholesale trade to include transportation and warehousing, information and cultural industries, and accommodation and food services. Together with the recovery in aggregate productivity growth, this evidence of broadening is particularly encouraging.

Chart 6

Wage Settlements and Average Hourly Wages

Effective annual increase in base wage rates for newly negotiated settlements



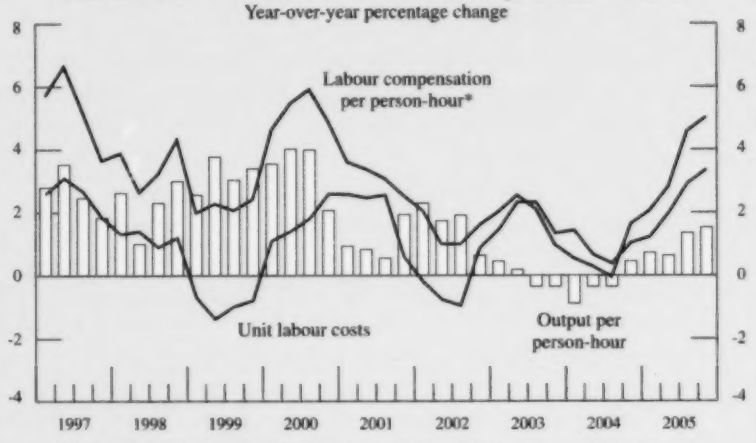
* Source: *Labour Force Information*, last data point plotted, March 2006

** Source: Human Resources Development Canada, last data point plotted, February 2006

Chart 7

Unit Labour Costs and Labour Productivity: Business Sector

Year-over-year percentage change



* Labour compensation includes the labour income of paid workers, plus imputed labour income for self-employed workers.

Source: Statistics Canada *Daily*

The data also show a rise of 5 per cent in hourly labour compensation over the past year (Chart 7), and—after productivity gains are taken into account—a 3 1/2 per cent rise in unit labour costs in the year ending in the fourth quarter of 2005. This result, however, was boosted by unusually large one-time payments, such as bonuses and commissions. Underlying labour compensation gains of 3 to 3 3/4 per cent and productivity growth of 1 1/2 per cent, are consistent with increases in unit labour costs close to 2 per cent.

Commodity and output prices and the terms of trade

Natural gas prices have fallen back markedly since the fourth quarter of 2005 . . .

The price for light crude oil (West Texas Intermediate), which was US$65 per barrel at the time of the January *Update*, averaged US$70 in the ten days ending on 21 April 2006. Prices for Canadian heavy crude oil, which had been considerably weaker since late 2005, have rebounded markedly so far in April.[3] Over the past three months, natural gas prices have fallen to about $7 per MMBtu, considerably below the levels estimated last autumn. This chiefly reflects the easing of demand caused by unusually mild winter weather conditions in North America.

. . . while the prices of non-energy commodities have risen further.

The prices of non-energy commodities have risen further in recent months (Chart 8). Metals prices, in particular, saw substantial gains, driven by the combination of robust global demand and constrained supply.

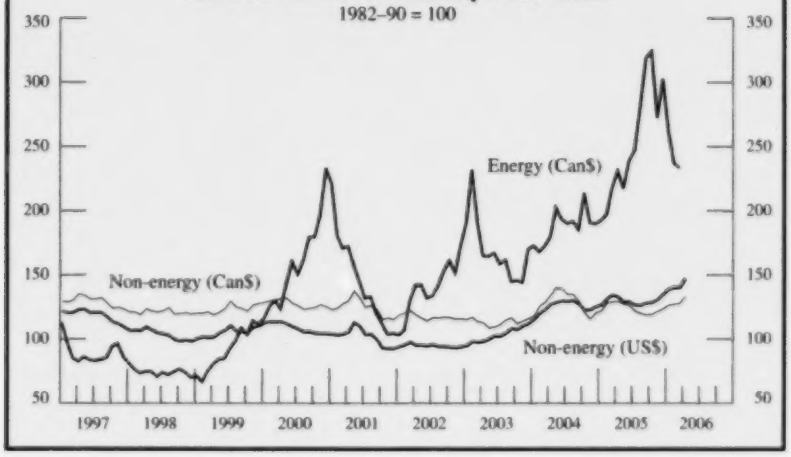
With the significant improvement in Canada's terms of trade in the second half of 2005 (Chart 9), the chain price index for GDP (a broad price measure of the goods and services produced in Canada) rose 4.1 per cent between the fourth quarter of 2004 and the fourth quarter of 2005 (Chart 10). As a result, nominal GDP rose by a marked 7.1 per cent over the same period. The strong growth in real income provided considerable support for the substantial advance in final domestic demand.

The recent decline in the price of natural gas is expected to contribute to a modest reduction in early 2006 in Canada's terms of trade and, thus, in the growth of nominal GDP.

Chart 8

Bank of Canada Commodity Price Index

1982–90 = 100



3. Heavy crude oil accounts for close to 40 per cent of total Canadian crude oil production. The substantial easing (over and above normal seasonal fluctuations) in prices for Canadian heavy crude oil in late 2005 and early 2006 chiefly reflected the recent expansion of oil sands production, combined with a lack of sufficient pipeline and upgrading capacity to convert this additional output of heavy crude oil to lighter grades. Additional pipeline capacity has been a major factor in the subsequent rebound in prices.

Chart 9

Terms of Trade

The price of exports relative to the price of imports (1997 = 100)

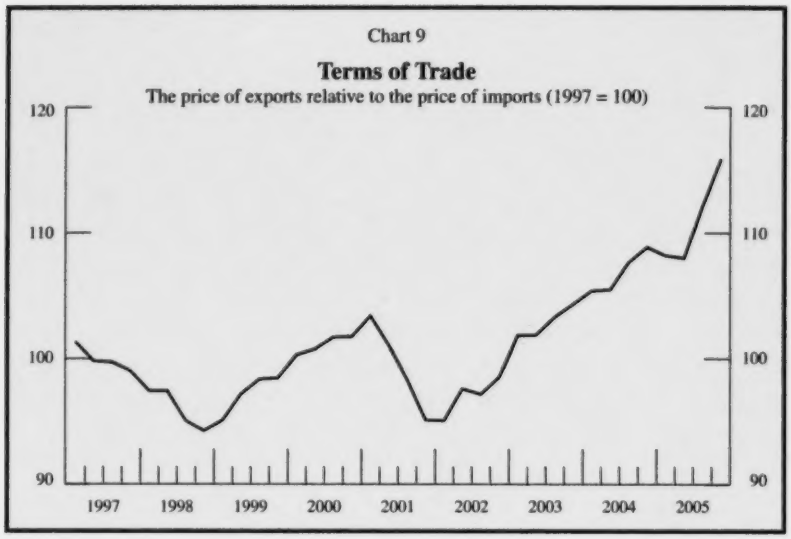
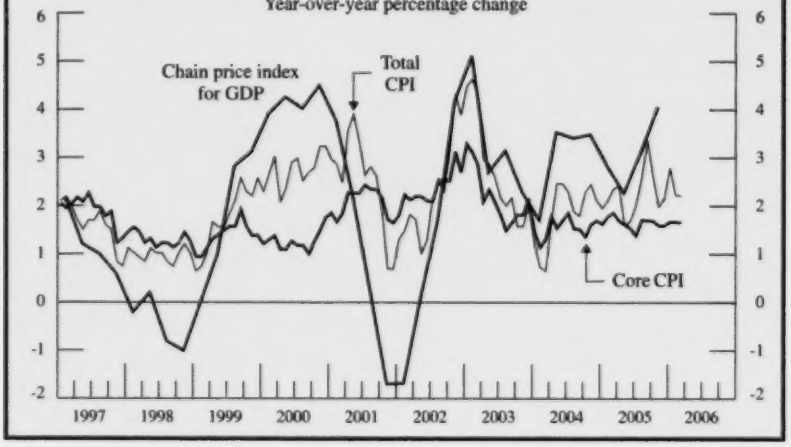


Chart 10

Chain Price Index for GDP, Core CPI, and Total CPI

Year-over-year percentage change



3. FINANCIAL DEVELOPMENTS

Interest rates and exchange rates

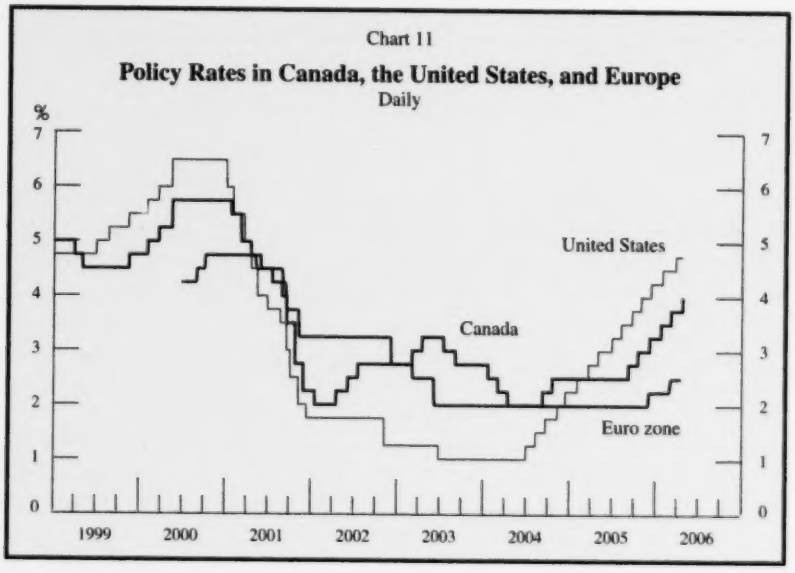
Policy rates in industrialized countries continued to move higher.

Over the past six months, policy rates in a number of the industrialized countries have moved higher, against the background of continued strength in the global economy (Chart 11). The U.S. Federal Reserve, the European Central Bank, and the Bank of Canada have raised their respective policy rates, while the Bank of Japan has recently announced the gradual removal of its policy of quantitative easing. Financial market expectations of short-term interest rates have tended to move up since the *Update*, consistent with favourable economic developments.

Chart 11

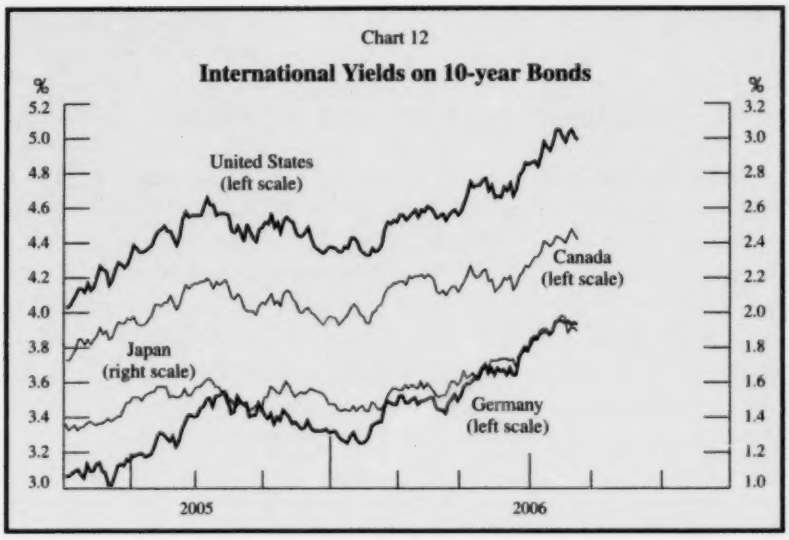
Policy Rates in Canada, the United States, and Europe

Daily



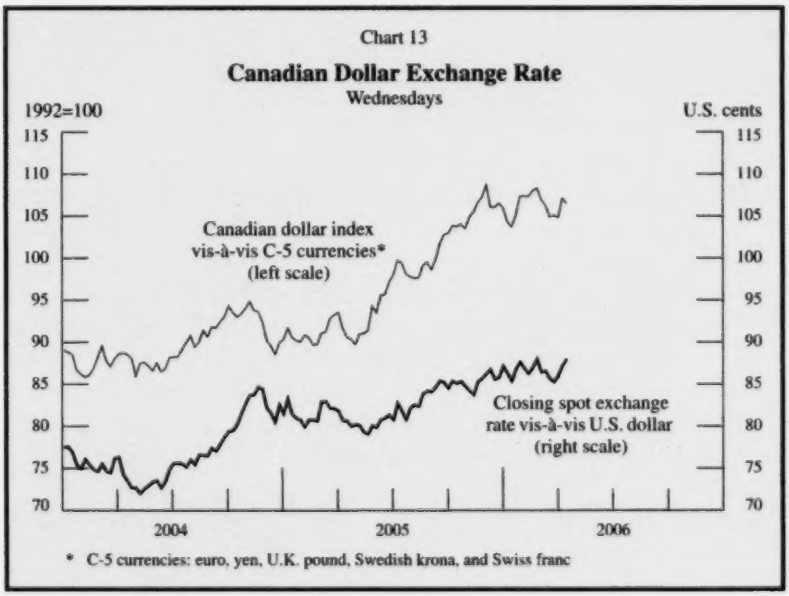
The removal of liquidity helped to push up yields on longer-term bonds.

Higher actual and expected policy rates in most industrial countries helped push up yields on longer-term bonds (Chart 12). Long-term yields had been particularly low, partly because of technical demand factors, as well as the global imbalance between desired savings and desired investment. Yields on Canadian bonds have also trended upwards since the last *Update*. However, the spread between the yields on U.S. and Canadian bonds has widened across all maturities since January, as the yields on U.S. government bonds of comparable maturities moved up by more.



The Canadian dollar is relatively firm against most major currencies.

The Canadian dollar has been relatively firm against most major currencies since the January *Update,* and it has traded in a slightly higher and wider range against the U.S. dollar (roughly 85 1/2 to 88 1/2 cents U.S.) than was noted at that time (Chart 13). Fundamental factors such as rising commodity prices, particularly prices for energy and metals, have continued to support the Canadian dollar over the period, largely offsetting the impact of negative Canada-U.S. interest rate differentials.



Credit conditions and other financial developments

Favourable credit conditions for businesses and healthy corporate balance sheets . . .

Credit spreads on corporate bonds have remained low in recent months, but because interest rates have been higher on Canadian government bonds, firms generally face modestly higher borrowing costs than at the time of the October *Report*.

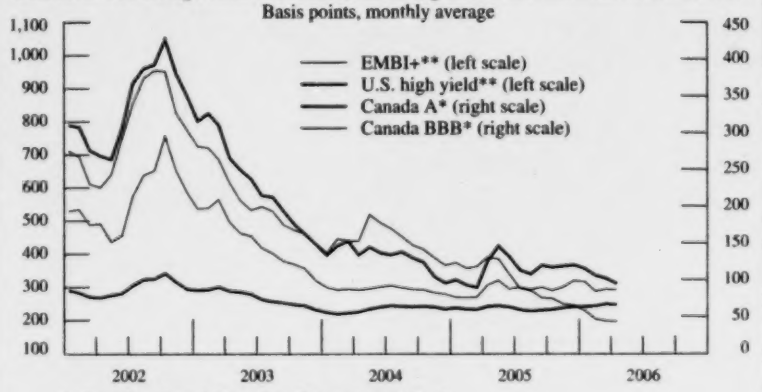
Despite this rise, business credit conditions continue to be very favourable (Chart 14). Supported by record profit margins, corporate balance sheets have continued to improve, with non-financial firms now holding historically high cash balances, particularly those in the resource-related sector concentrated in Western Canada. Reflecting these healthy corporate financial results, the TSX has risen strongly. These robust financial conditions augur well for continued strong investment by businesses.

. . . augur well for business investment.

Chart 14

Selected Credit Spreads for Canadian Corporate and International Bonds

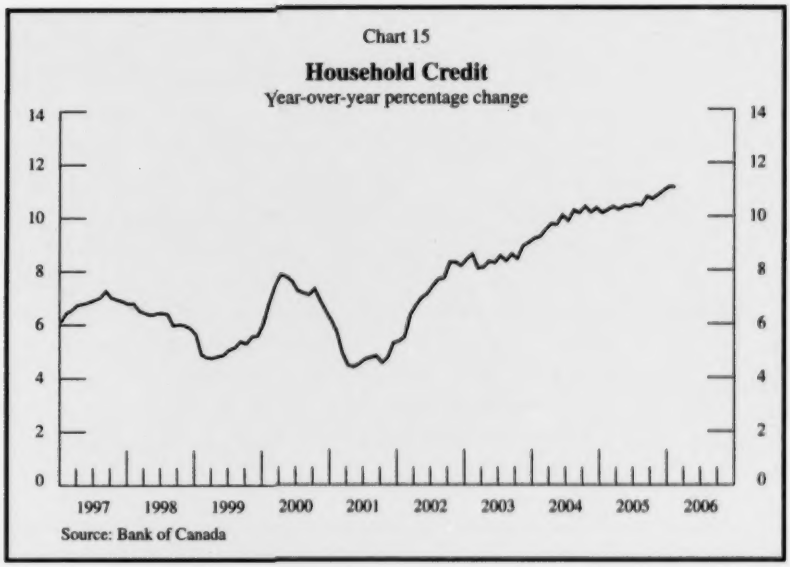
Basis points, monthly average



* Spreads against yields on Canadian government bonds
** Spreads against yields on U.S. government bonds
Source: Merrill Lynch, JPMorgan Chase & Co.

Strong household borrowing continues to support consumer spending . . .

The growth in household borrowing has continued to trend upwards since the October *Report* (Chart 15), largely reflecting strong activity in the housing market. With home resales and housing starts showing renewed vigour, the growth of mortgage credit is accelerating. In addition, rising house prices and financial innovation continue to bolster consumer borrowing secured by home equity, either through mortgage refinancing or through home-equity lines of credit. These home-equity withdrawals have provided support to recent household spending. Strong credit



growth is expected to continue to support expenditures on housing and consumption through the first half of 2006.

. . . and growth in narrow money points to robust output growth in the first half of 2006.

Since the October *Report*, growth in narrow money (M1+) has picked up, largely owing to stronger business deposits. This stronger growth suggests some pickup in real output growth in the first half of 2006 (Chart 16). Over the same period, growth of broad money (M2++) has also picked up slightly (Chart 17), which is consistent with a modest rise in core inflation through 2006.

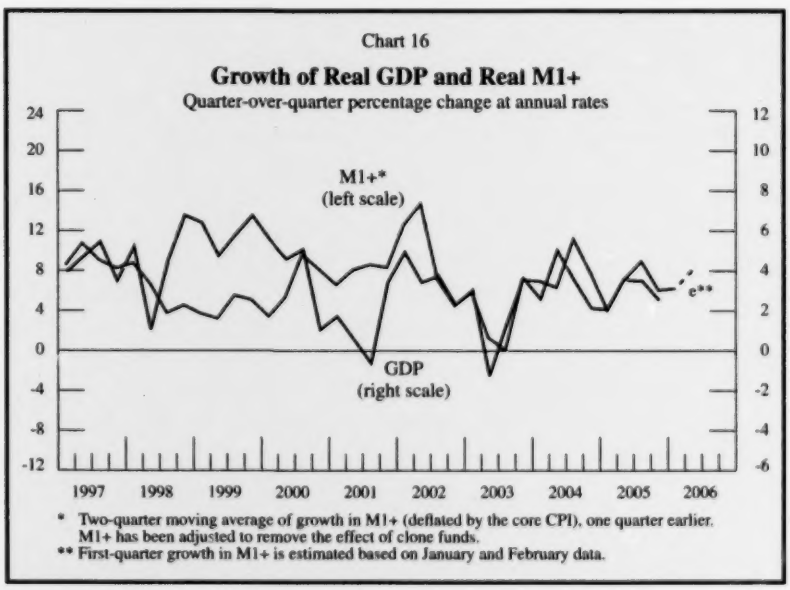
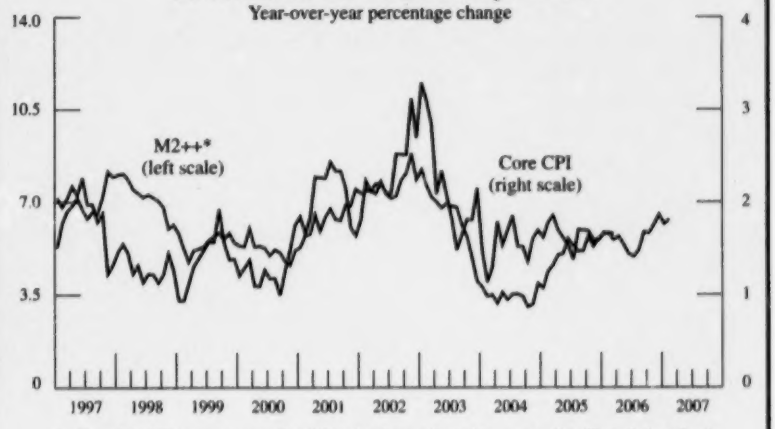


Chart 17

Core Inflation and Broad Money Growth

Year-over-year percentage change



* Growth in M2++ one year earlier. M2++ has been adjusted to remove the effect of clone funds.

4. The Outlook

This section sets out the base-case projection for the global economy through to the end of 2008, followed by the corresponding base-case projection for the Canadian economy. The base-case projection has been developed assuming a smooth and orderly resolution of global imbalances involving supportive policy actions to rebalance global demand and a gradual real effective depreciation of the U.S. dollar. Energy prices are assumed to be consistent with current futures prices. A discussion of the risks to the base-case projection concludes the section.

International

The global economy continues to expand at a robust pace.

Global output rose 4.7 per cent in 2005, which was somewhat higher than expected, with most major overseas economies participating in the expansion. After another strong year in 2006, growth in the global economy is expected to ease somewhat in 2007 and 2008 as excess capacity becomes more fully utilized. (See Table 1.) Despite the robust global economic expansion and higher energy prices, there are, as yet, few signs of a buildup of underlying inflationary pressures at the consumer level. Monetary authorities in many countries have already taken policy actions to promote sustainable, non-inflationary growth.

GDP growth in China has continued to surprise on the upside . . .

Growth in newly industrialized Asian economies advanced rapidly, with GDP growth in the region averaging 9.0 per cent in 2005, somewhat stronger than anticipated. China's economy expanded by 9.9 per cent, boosted mainly by robust investment and exports. Revisions to the Chinese national accounts suggest that growth in the service sector in China has been substantially higher than earlier reported. Over the projection horizon, economic growth in China is expected to continue at a strong though slightly more moderate pace, with a shift in the composition of demand towards private consumption.

. . . and growth has picked up in Japan.

Economic growth in Japan has also been stronger and more broadly based than anticipated in earlier *Reports*. The Japanese economy advanced 2.7 per cent in 2005, led by growth in investment and household spending, although export growth also remains robust. In 2006, economic growth in Japan is expected to strengthen further, driven largely by domestic demand, before easing to a rate consistent with the growth of production capacity in subsequent years.

The European Union is recovering.

Economic growth in the European Union continues to be modest, although somewhat better than anticipated in the October *Report*, at 1.5 per cent for 2005. Growth has been supported by relatively solid exports and investment. Business surveys point to further improvement ahead, and accommodative monetary conditions should continue to support a gradual expansion going forward.

In the United States, real GDP expanded by 3.5 per cent in 2005, with economic activity slowing more than expected towards the end of the year. Monthly indicators suggest that the economy has picked up markedly in early 2006, led primarily by strong domestic demand. Partly related to post-hurricane rebuilding, business investment remains supportive of growth in 2006. Overall, inflationary pressures have remained relatively contained in the United States, despite high and volatile energy prices. The U.S. economy is expected to continue to expand strongly in 2006, with real GDP growth of 3.5 per cent. Growth is then expected to moderate to 3.2 per cent in 2007 and to 3.1 per cent in 2008. This is largely due to a levelling off in the housing market, higher interest rates, and some fiscal consolidation, all of which should contribute to a slowing in consumer spending.

Growth in the U.S. economy is projected to continue at 3.5 per cent in 2006 before moderating gradually.

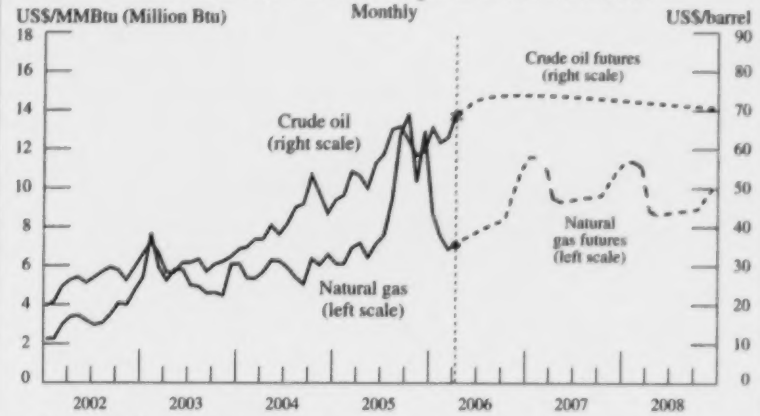
The continued strength in commodity prices since the January *Update* has reflected the robust global economy. Futures prices for crude oil for the remainder of 2006 and through 2007 are higher than those in the January *Update*, while those for natural gas are slightly lower (ranging from US$8 to US$11.50 per MMBtu) over the remainder of this year and largely unchanged for 2007 (Chart 18). The Bank incorporates these futures prices for energy as the assumptions underlying its base-case projection. Prices for non-energy commodities are generally assumed to remain firm, consistent with sustained global growth.

The base-case projection involves a gradual rebalancing of global demand.

The global outlook in this base-case projection involves an orderly resolution of global imbalances stemming from policies to rebalance global demand and market-led adjustments, including a gradual real effective depreciation of the U.S. dollar. The rebalancing is supported by a reduction in the U.S. fiscal deficit and policies that support domestic demand growth elsewhere, including ongoing structural reform in Europe and Asia. The weaker U.S. dollar, combined with a rise in U.S. long-term interest rates, is expected to lend support to the rotation in the composition of U.S. aggregate demand growth away from domestic sources to external ones.

Chart 18

Crude Oil and Natural Gas: Spot and Futures Prices†



* Spot price for crude oil (21 April 2006)
• Spot price for natural gas (21 April 2006)
† Based on an average of futures contracts over the ten business days ending 21 April 2006

Table 1
Global Growth Projections[a]

	Share of real global GDP[b] (per cent)	Expected growth (per cent) and percentage point contribution to global economic growth[c]			
			Projection		
		2005	2006	2007	2008
United States	20	3.5 [0.70]	3.5 [0.70]	3.2 [0.64]	3.1 [0.62]
European Union	19	1.5 [0.28]	1.8 [0.33]	2.0 [0.37]	2.3 [0.43]
Japan	6	2.7 [0.17]	2.9 [0.19]	2.1 [0.13]	1.9 [0.12]
China and Asian NIEs[d]	19	9.0 [1.67]	8.7 [1.63]	8.2 [1.53]	7.7 [1.44]
Others	36	5.3 [1.92]	5.4 [1.96]	5.4 [1.94]	5.1 [1.85]
World	100	4.7	4.8	4.6	4.4

a. Note that the growth rates for "China and Asian NIEs," "Others," and, hence, "World" are not directly comparable with those in previous *Monetary Policy Reports* and *Updates*, owing to a change in methodology. This change reflects the adoption of a more detailed country breakdown and an updated weighting scheme, which is closer to the methodology used in the IMF *World Economic Outlook*.

b. GDP shares are based on the purchasing-power-parity (PPP) valuation of country GDPs for 2005. Source: IMF, WEO Database, April 2006

c. Numbers in square brackets represent the contribution of each region to the global economic growth rate in percentage points.

d. NIEs are newly industrialized economies. These include Hong Kong (Special Administrative Region), Korea, Taiwan (Province of China), and Singapore.

The exchange rate adjustment envisaged in the base-case projection involves a depreciation of the U.S. real effective exchange rate of about 7 per cent by the end of the projection horizon. At the same time, the currencies of emerging Asia, Japan, and some of the oil-exporting countries, which did not experience a significant real appreciation in 2002 to 2004, are expected to appreciate the most against the U.S. dollar. It is assumed in the base-case projection that only a small fraction of this U.S.-dollar depreciation will be against the Canadian dollar, and will occur late in the projection period.

Aggregate demand and supply in Canada

Growth in final domestic demand is expected to remain the key driver of economic expansion in Canada through 2008.

This scenario of strong global growth with a gradual rebalancing of demand is broadly supportive of continued economic expansion in Canada, but the primary engine of growth in Canada is expected to continue to be growth in final domestic demand (Table 2).

Business investment is expected to remain strong . . .

Increases in business investment are expected to remain strong over the projection horizon. Factors contributing to further substantial gains in capital spending this year and next include the ongoing global economic expansion, expectations of relatively high levels for commodity prices, continued strong profits overall,

Table 2
Contributions to Average Annual Real GDP Growth*
Percentage points

	2006	2007	2008
Consumption	1.8 (1.7)	1.6 (1.6)	1.6
Housing	0.1 (-0.2)	-0.1 (0)	-0.1
Government spending	0.9 (1.0)	0.9 (0.9)	0.6
Business fixed investment	1.0 (0.9)	0.8 (0.7)	0.7
Subtotal: Final domestic demand	3.8 (3.4)	3.2 (3.2)	2.8
Exports	1.7 (2.1)	1.4 (1.6)	1.2
Imports	-2.1 (-2.4)	-1.6 (-1.9)	-1.1
Subtotal: Net exports	-0.4 (-0.3)	-0.2 (-0.3)	0.1
Inventories	-0.3 (0)	0 (0)	0
GDP	3.1 (3.1)	3.0 (2.9)	2.9

* Figures in parentheses are from the base case in the January *Update*.

very solid balance sheets, and declining prices for imported machinery and equipment.

. . . and consumer spending is projected to rise solidly.

Consumer spending is expected to rise solidly over the projection period, reflecting further substantial gains in real disposable incomes. After considerable increases in recent years, housing investment is expected to rise a little further this year, and is, indeed, somewhat stronger than projected in the January *Update*. Investment in housing is then expected to ease slightly through 2007 and 2008.

Overall, government spending on goods, services, and transfers is assumed to increase at about the same rate as revenues over the projection period. Accordingly, growth in expenditures by all levels of government combined is projected to be quite strong in 2006 and 2007, before easing somewhat in 2008.

Net exports are expected to exert a small drag on growth for some time.

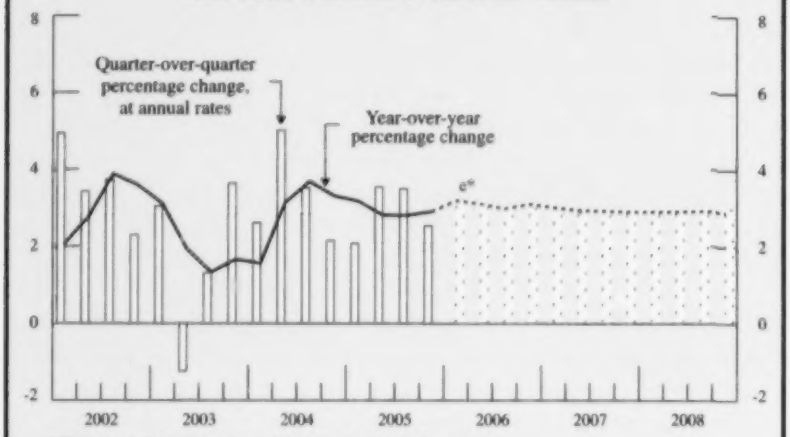
Exports are projected to rise further as a result of the continued global economic expansion and significant additions to the production capacity for commodities in Canada. At the same time, further increases in investment in machinery and equipment should boost imports. Accordingly, net exports are still expected to exert a small drag on overall growth for some time, with the effect diminishing over the projection horizon.

GDP growth in Canada is projected to moderate from just above 3 per cent in 2006 to just below 3 per cent in 2008.

The Bank's base-case projection calls for annual average GDP growth to be 3.1 per cent in 2006, 3 per cent in 2007, and 2.9 per cent in 2008 (Chart 19, Table 3). The assumption for potential output growth is 2.9 per cent in 2006 and 3.0 per cent in 2007 and 2008. This implies that the economy would be in slight excess demand in 2006, before returning to potential output by the end of the projection period. In the base-case projection, the slowing in U.S. economic growth, combined with the lagged effects of past interest rate increases, as well as some modest further increase in interest rates across the yield curve, will bring aggregate demand and supply back into balance.

Chart 19

Real Gross Domestic Product for Canada



* The letter "e" denotes estimate based on available indicators.

Inflation

Indicators of near-term inflation expectations have eased back, and longer-term measures continue to be well anchored to 2 per cent.

After edging up at the time of the October *Report*, most indicators of near-term inflation expectations that the Bank follows have eased back recently. As well, key medium- and longer-term measures continue to be well anchored to the 2 per cent target. In the Bank's spring *Business Outlook Survey*, 78 per cent of firms expected total CPI inflation to be within a range of 1 to 3 per cent, on average, over the next two years, and the percentage of respondents expecting inflation to be above 3 per cent has decreased from the autumn survey. Moreover, the average private sector forecast for total CPI inflation in both 2006 and 2007 is just under 2 per cent, while consensus forecasts of inflation over the longer term continue to be near 2 per cent.

Total CPI inflation is projected to average about 2.0 per cent in 2007 and 2008.

Total CPI inflation is projected to average about 2.5 per cent in the first half of 2006 and to average close to 2.0 per cent through 2007 and 2008 (excluding the effect of any changes in the GST). Movements in the 12-month rate of increase in the total CPI will be importantly affected by developments in the markets for crude oil and natural gas (Chart 18). Consumer prices for natural gas are projected to decrease substantially over the remainder of 2006, as the recent downturn in wholesale prices becomes more fully reflected in regulated prices and contracts. Note also that, total CPI inflation may fall temporarily well below 2 per cent in September 2006, since there was a surge in energy prices a year earlier, following disruptions to U.S. production from hurricane damage.

This outlook does not include a cut in the GST.

This outlook for inflation does not take into account the federal government's announced intention to cut the Goods and Services Tax (GST) this year from 7 per cent to 6 per cent. The Bank estimates that this one-percentage-point cut in the GST will result in a direct reduction of about 0.6 per cent in the CPI in the month of its implementation. This will cause a reduction of 0.6 percentage points in the year-over-year rate of change in the CPI for the 12 months following implementation. With inflation expectations well anchored, the Bank does not expect second-round effects on inflation from the change. (A fuller description of the expected impact of a GST cut appears in Technical Box 1.)

The core rate of inflation should return to the 2 per cent target in the second half of 2006 and remain there over the rest of the projection period.

Core inflation should remain below 2 per cent through the first half of 2006, but rise to 2 per cent in the second half of this year, earlier than expected in the January *Update*, owing to increases in electricity prices. Ongoing downward pressure on core inflation from reductions in the prices of manufactured goods should be offset by the upward pressure on inflation coming from the economy operating with slight excess demand. These offsetting factors are projected to diminish in tandem over the projection period, leaving core inflation at 2 per cent.

Increases in labour compensation are expected to move up close to 4 per cent over the projection period. At the same time, with a further modest gain in the growth of labour productivity, the projected year-to-year increase in unit labour costs should be close to 2 per cent.

Table 3
Summary of the Base-Case Projection*

	2006				2007		2008
	Q1	Q2	Q3	Q4	H1	H2	
Real GDP (quarter-to-quarter percentage change at annual rates)	**3.2** *(3.2)*	**3.2** *(3.1)*	**3.0** *(3.0)*	**3.0** *(3.0)*	**2.9** *(2.9)*	**2.9** *(2.8)*	**2.9**
Real GDP (year-over-year percentage change)	**3.2** *(3.2)*	**3.1** *(3.1)*	**3.0** *(3.0)*	**3.1** *(3.1)*	**3.0** *(3.0)*	**2.9** *(2.9)*	**2.9**
Core inflation (year-over-year percentage change)	**1.7** *(1.7)*	**1.8** *(1.8)*	**2.0** *(1.9)*	**2.0** *(1.9)*	**2.0** *(2.0)*	**2.0** *(2.0)*	**2.0**
Total CPI** (year-over-year percentage change)	**2.4** *(2.5)*	**2.6** *(2.4)*	**1.9** *(1.9)*	**2.3** *(2.3)*	**2.1** *(2.0)*	**2.0** *(2.0)*	**2.0**
WTI† (level)	**63** *(65)*	**70** *(66)*	**73** *(67)*	**74** *(67)*	**74** *(67)*	**73** *(67)*	**71**

* Figures in parentheses are from the January *Monetary Policy Report Update*.
** Excluding the effect of any changes in the Goods and Services Tax
† Assumption for the price of West Texas Intermediate crude oil (US$ per barrel), based on an average of futures contracts over the two weeks ending 21 April 2006

Technical Box 1

Changing the GST: Inflation Impact and Monetary Policy Implications

The federal government has announced its intention to cut the Goods and Services Tax (GST) from 7 per cent to 6 per cent in the near future, and to 5 per cent within five years. Such reductions would be expected to directly lower the year-over-year change in the total CPI in the first 12 months after the GST is reduced.

In setting monetary policy, the Bank's approach continues to be to look through any direct impact on inflation from changes in indirect taxes and to respond only to second-round, or spillover, effects on the evolution of wages and prices. With inflation expectations well anchored, the Bank assesses the risks of second-round effects from changes in the GST as minimal.

The Bank estimates that the direct effect of a reduction in the GST from 7 per cent to 6 per cent would be a reduction of about 0.6 percentage points in the year-over-year increase in the total CPI for a period of one year following its implementation. This estimate is based on assumptions about the taxable proportion of each CPI component derived from data on the tax revenue generated by the GST.[1] Among the components of the CPI most affected by this change to the GST are services other than shelter, as well as semi-durable and durable goods.[2] The core CPI should not be affected by any direct effects of changes in the GST since, by definition, it excludes the estimated impact of changes in indirect taxes.

It should be pointed out that these estimates capture only the direct effects and assume that a change in the GST is fully incorporated into consumer prices during the month in which it comes into effect. The actual incidence of a change in the GST on overall prices depends on market conditions, the structure of costs, and the elasticity of demand and supply for various goods and services.

1. The specific formula for estimating the initial impact of the GST reduction on the CPI is as follows:

$$\text{Per cent change in the level of the CPI} = \text{change in GST rate} \times \sum_{i=1}^{n} \left[\begin{array}{c} \text{taxable proportion} \\ \text{of CPI} \\ \text{component } i \end{array} \times \begin{array}{c} \text{weight of CPI} \\ \text{component } i \\ \text{in the CPI} \end{array} \right]$$

2. Some components of the CPI, including food at home, rent, and mortgage interest are exempt from the GST.

Risks to the base-case projection

There are both upside and downside risks to the Bank's base-case projection. In the main, the Bank judges that the risks are roughly balanced. However, there remains a small risk of a disorderly correction of global imbalances, which tilts the risks to the downside later in the projection period. This risk appears to have lower probability than previously judged, given the tentative signs of policy adjustments and of rotation in global demand. (See Technical Box 2.)

The upside risks for economic growth and inflation in Canada relate largely to the momentum of the global economy and the associated future path of commodity prices. The global outlook has surprised on the upside and may continue to be stronger than predicted. This risk, together with geopolitical tensions and possible delays in bringing new supplies online, could push commodity prices still higher. For Canada, this would imply stronger export demand and higher prices for our commodity exports, stronger income growth, and upward pressure on the Canadian dollar. Stronger global growth could also put pressure on global production capacity. This could reduce the pace of price declines for many tradable manufactured goods, thereby adding upward pressure to the base-case projection of inflation in Canada.

The possibility that the U.S. economy could slow more abruptly than anticipated represents an important downside risk for the Canadian economy. This risk could materialize in several ways. U.S. households could reduce their demand for housing and motor vehicles and attempt to rebuild savings more quickly than projected. This would negatively affect Canadian exports. A weaker U.S. economy could also come about as part of an adjustment to global imbalances that entailed weaker growth in the rest of the world and an associated decline in commodity prices. This would have additional negative consequences for Canada. More generally, linked to global imbalances is the risk that the real effective depreciation of the U.S. dollar may come more against the Canadian dollar than assumed, exerting renewed drag on net exports and dampening growth in Canada.

There also continues to be uncertainty about the level and growth of potential output in Canada. There is a possibility that productivity growth will be higher than assumed in the base-case projection, given the productivity-enhancing investments being made by firms and changes in work processes to deal with labour shortages. At the same time, the large sectoral and regional adjustments still under way in response to key relative price movements continue to make assessments about the level of capacity particularly difficult.

Technical Box 2

Adjustment of Global Savings and Current Account Imbalances over the Long Term

The U.S. current account deficit was 6.4 per cent of GDP in 2005, having increased fairly steadily from only 1.5 per cent of GDP in 1995. This deficit has been mirrored by a similar increase in current account surpluses elsewhere, most notably in emerging Asia, in the oil-exporting countries and, to a lesser extent, in some of the industrialized countries, including Japan and Germany. In recent years, the major causes of these current account imbalances have been significant differences between domestic expenditure and domestic output resulting from low private and public savings in the United States and relatively high private and public savings elsewhere.

Most observers believe that such a large U.S. current account deficit cannot be sustained indefinitely, since this would imply sizable increases in the net external liability position of the United States and much higher debt-service payments. Historically, countries have adjusted to current account deficits by rebuilding their domestic savings through a slowing of domestic demand, which has typically been accompanied by a weaker currency. Although most observers agree that the United States will follow a similar path, and that the adjustment will be long and gradual, risks have been identified concerning the extent of the slowing in the U.S. economy and its impact on global economic growth. The most likely scenario, which is assumed in the Bank's base-case projection presented in this report, is one of smooth adjustment.

There are reasons to believe that global imbalances can be resolved in an orderly way. To the extent that global imbalances reflect private sector decisions to save, consume, and invest, market forces should be able to reduce them to a sustainable level. Global financial markets have become more complete and therefore more efficient in allocating savings across countries, and large financial institutions appear to be adequately capitalized and not unduly exposed to risk. Governments continue to say that they will implement the policy measures necessary to support a market-based adjustment that will reduce these imbalances over the medium term and sustain growth.

Nevertheless, the risk of a disorderly adjustment increases the longer these imbalances go unresolved. While there are signs that some of the policy actions necessary to facilitate an orderly adjustment are being undertaken to varying degrees, further policy action would be helpful to anchor market expectations and encourage an orderly market-driven adjustment. The failure to implement such policies would increase the risk of an alternative scenario with disorderly adjustment; that is, one likely involving serious financial market disruptions (i.e., sharp movements in the U.S. exchange rate and interest rates) that spill over to the real economy, partly through weaker consumer and investor confidence and, perhaps, through reactive protectionist measures.[1] In this scenario, there would be a pronounced decline in world output and reduced demand for Canadian-produced goods and services.

1. Most observers have focused on two adjustment scenarios—orderly and disorderly—for the purpose of analyzing two distinct outcomes. It is important to note, however, that intermediate adjustment scenarios are possible.

BIBLIOGRAPHY

Bank of Canada. 1991. "Targets for reducing inflation: Announcements and background material." *Bank of Canada Review* (March): 3–21.

_____. 1991. "Targets for reducing inflation: Further operational and measurement considerations." *Bank of Canada Review* (September): 3–23.

_____. 2001. "Joint Statement of the Government of Canada and the Bank of Canada on the Renewal of the Inflation-Control Target." Press Release (17 May 2001) and Background Information. Reprinted in *Bank of Canada Review* (Summer): 57–67.

Canada. Statistics Canada. *Labour Force Information*. Statistics Canada Catalogue No. 71-001-PPB (monthly). Ottawa.

Consensus Economics Inc. 2006. *Consensus Forecasts*. Various issues.

Crawford, A. 2001. "Predictability of Average Inflation over Long Time Horizons." *Bank of Canada Review* (Autumn): 13–20.

Macklem, T. 2001. "A New Measure of Core Inflation." *Bank of Canada Review* (Autumn): 3–12.

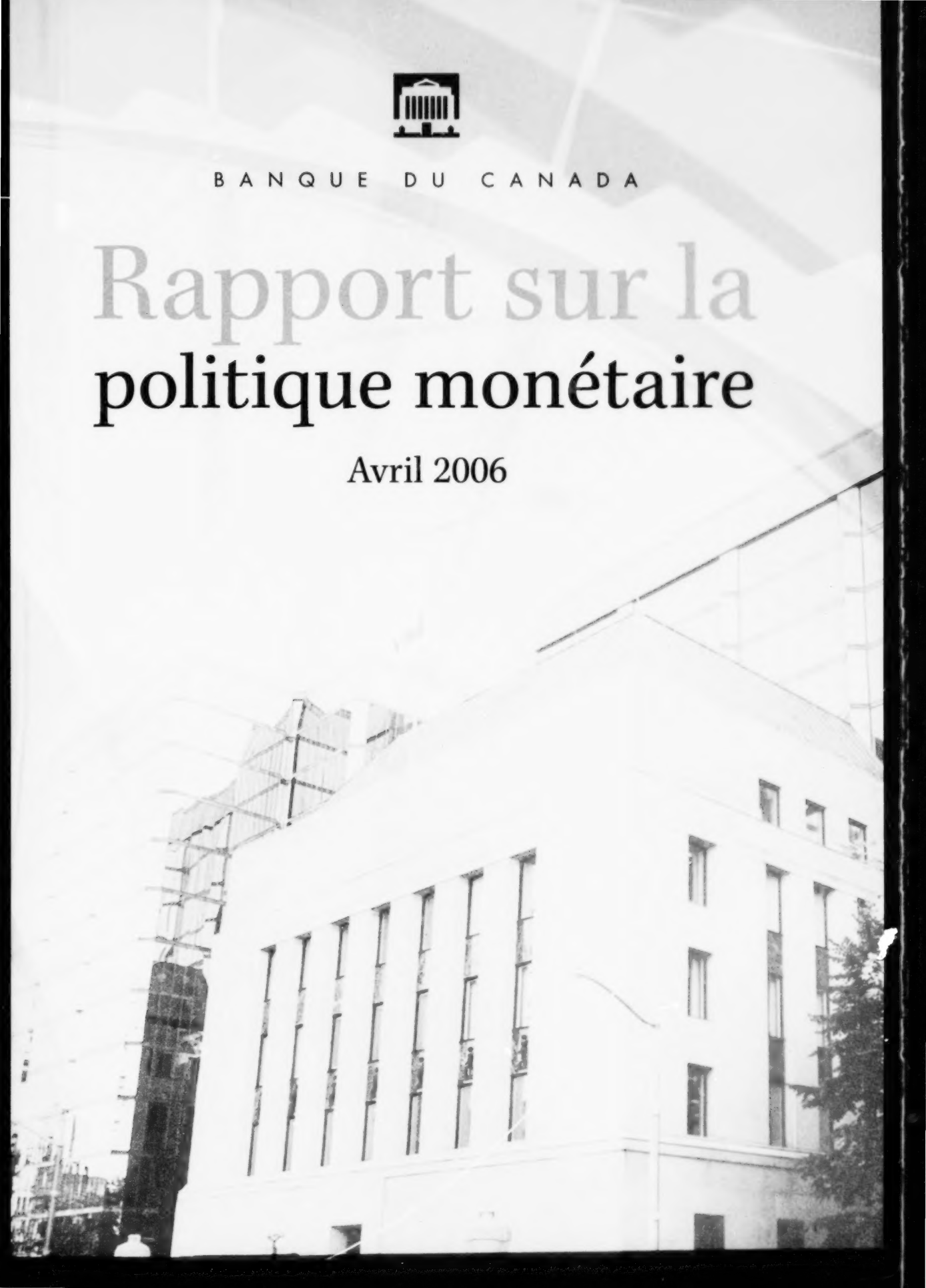
The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published semi-annually in April and October. Regular *Updates* are published in July and January. Copies of the full *Report*, the *Summary*, and the *Update* may be obtained by contacting Publications Distribution, Communications Department, Bank of Canada, Ottawa, Ontario, Canada K1A 0G9.

Telephone: 1-877-782-8248; email: publications@bankofcanada.ca; website: www.bankofcanada.ca

BANQUE DU CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Avril 2006



La stratégie de maîtrise de l'inflation au Canada

La maîtrise de l'inflation et l'économie

- La maîtrise de l'inflation n'est pas une fin en soi; c'est le moyen par lequel la politique monétaire contribue au dynamisme de l'économie.

- Un bas taux d'inflation favorise un fonctionnement plus efficace de l'économie, ce qui aide à améliorer la croissance de l'activité au fil du temps et à atténuer les variations cycliques de la production et de l'emploi.

L'outil de la politique monétaire

- Des annonces portant sur l'outil de la politique monétaire de la Banque, à savoir le taux cible du financement à un jour, sont effectuées, à moins de circonstances exceptionnelles, à huit dates préétablies pendant l'année.

- En fixant une cible pour le taux du financement à un jour, la Banque du Canada exerce une influence sur les taux d'intérêt à court terme pour imprimer à la masse monétaire un rythme d'expansion compatible avec la cible de maîtrise de l'inflation. Le mécanisme de transmission est complexe et comporte des décalages dont la durée est à la fois longue et variable; l'incidence qu'a une modification des taux directeurs sur l'inflation se fait sentir généralement sur une période de six à huit trimestres.

Les cibles

- En février 1991, le gouvernement fédéral et la Banque du Canada ont annoncé conjointement l'établissement d'une série de cibles en vue de ramener le taux d'augmentation de l'IPC global au milieu d'une fourchette de 1 à 3 % pour la fin de 1995. Cette fourchette cible de maîtrise de l'inflation a été reconduite à quelques reprises, la dernière fois en mai 2001, lorsqu'il a été décidé d'en prolonger l'application jusqu'à la fin de 2006. La politique monétaire est axée sur le maintien du taux d'inflation à 2 %, soit le point médian de la fourchette, afin de maximiser la probabilité que l'inflation demeure à l'intérieur de celle-ci et d'accroître la prévisibilité de l'inflation à long terme (Crawford, 2001).

Le suivi de l'inflation

- Une bonne part des variations que connaît l'IPC global à court terme est attribuable aux fluctuations passagères des prix de composantes volatiles, comme les fruits et l'essence, et aux modifications des impôts indirects. C'est pourquoi la Banque se concentre sur un indice qui mesure l'inflation fondamentale — appelé *indice de référence* — en excluant huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes. Cet indice est généralement un meilleur indicateur des pressions inflationnistes sous-jacentes que ne l'est le plus récent taux d'accroissement, en glissement annuel, de l'IPC (Macklem, 2001).

Banque du Canada
234, rue Wellington
Ottawa (Ontario)
K1A 0G9

5312
CN ISSN 1201-8783

Imprimé au Canada sur papier recyclé

BANQUE DU CANADA

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

— Avril 2006 —

Le présent rapport émane du Conseil de direction de la Banque du Canada, composé de David Dodge, Paul Jenkins, Sheryl Kennedy, Pierre Duguay, David Longworth et Tiff Macklem.

Les déséquilibres [mondiaux] étant un problème d'ordre planétaire, leur résolution suppose un effort à l'échelle du globe. [...] Même si les mesures précises que prendront les décideurs publics varieront d'un pays à l'autre, certains principes de base devraient être appliqués par tous. Mentionnons, à ce titre, l'adoption de politiques budgétaires appropriées, la promotion du bon fonctionnement des marchés du travail et des biens, la mise en place d'un filet de sécurité sociale efficace, l'instauration de politiques favorisant un système financier efficient et solide, ainsi que la mise en œuvre d'une politique monétaire axée sur un taux d'inflation bas, stable et prévisible. [...] Une résorption ordonnée de ces déséquilibres est dans notre intérêt à tous.

David Dodge

Gouverneur, Banque du Canada
6 février 2006

TABLE DES MATIÈRES

1. Vue d'ensemble 5

2. L'évolution récente de l'inflation 7

L'inflation et la cible de 2 %..... 7
Les facteurs qui influent sur l'inflation 8

3. L'évolution financière 17

Les taux d'intérêt et les taux de change 17
Les conditions du crédit et d'autres aspects de l'évolution financière 19

4. Les perspectives..... 22

La conjoncture internationale 22
La demande et l'offre globales au Canada.. 25
L'inflation 28
Les risques pesant sur le scénario de référence..... 30

Bibliographie 33

Notes techniques

1. Incidence d'une modification de la TPS sur l'inflation et implications pour la politique monétaire..... 29
2. Ajustement à long terme de l'épargne mondiale et des déséquilibres des balances courantes... 31

1. VUE D'ENSEMBLE

La croissance de l'économie canadienne se poursuit à un rythme solide, comme la Banque le projetait dans la *Mise à jour* de janvier du *Rapport sur la politique monétaire*. L'économie mondiale est vigoureuse et affiche un dynamisme légèrement plus prononcé que prévu, ce qui a donné lieu à un renchérissement de nombreux produits de base. Celui-ci, conjugué à la vive demande intérieure, a alimenté l'activité économique au pays. Parallèlement, la concurrence sur la scène internationale et l'appréciation passée du dollar canadien continuent de poser des défis à plusieurs secteurs. Tout bien considéré, la Banque estime que l'économie canadienne fonctionne à un niveau égal ou tout juste supérieur à sa capacité de production.

Modifications du taux cible du financement à un jour depuis la parution de la *Mise à jour* de janvier

7 mars 2006 — haussé de 25 points de base à 3,75 %

25 avril 2006 — haussé de 25 points de base à 4,0 %

Les cours élevés et variables de l'énergie associés à la forte demande mondiale ont maintenu le taux d'accroissement de l'IPC global au-dessus de la cible de 2 % visée par la Banque. L'inflation mesurée par l'indice de référence est toutefois restée en deçà du taux cible, en raison des pressions à la baisse persistantes exercées par les prix des biens de consommation importés.

Dans ces circonstances, la Banque a décidé de majorer son taux directeur de un quart de point de pourcentage le 7 mars et à nouveau le 25 avril, pour le porter à 4,0 %.

Le PIB du Canada devrait progresser de 3,1 % en 2006, conformément aux attentes exposées dans la *Mise à jour* de janvier, et de 3,0 % en 2007, ce qui est un peu plus rapide qu'escompté alors. Pour 2008, la croissance anticipée est de 2,9 %. On prévoit que l'économie canadienne tournera à un niveau légèrement supérieur à sa capacité tout au long de 2006 et qu'elle fonctionnera de nouveau à son potentiel avant la fin de 2008.

L'inflation mesurée par l'IPC global continuera d'être volatile, demeurant tributaire de la trajectoire des cours de l'énergie. Tenant compte des prix négociés sur les marchés à terme de l'énergie, la Banque prévoit que le taux d'augmentation de cet indice (exclusion faite des effets d'une modification de la taxe sur les produits et services) avoisinera 2 %, en moyenne, en 2007 et en 2008. Les pressions à la hausse sur l'inflation venant de la demande excédentaire au sein de l'économie devraient être contrebalancées par les pressions à la baisse dues au repli des prix de nombreux biens de consommation importés. On s'attend à ce que l'inflation mesurée par l'indice de référence remonte à 2 % au second semestre de l'année et s'y maintienne jusqu'à la fin de 2008.

Le présent rapport se fonde sur l'information reçue à la date d'annonce préétablie du 25 avril 2006.

Des risques, tant à la hausse qu'à la baisse, pèsent sur la projection de la Banque en matière de croissance et d'inflation. L'institution juge que ceux-ci sont relativement équilibrés, les risques à la baisse devenant légèrement prépondérants plus tard au cours de la période de projection.

À la lumière de ces perspectives, la Banque estime qu'elle pourrait devoir relever encore quelque peu le taux directeur afin de maintenir l'équilibre entre l'offre et la demande globales et de garder l'inflation au taux cible à moyen terme. Elle suivra de près l'évolution de l'économie canadienne en tenant compte de la hausse cumulative du taux directeur depuis septembre dernier.

2. L'ÉVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION

L'inflation mesurée par l'IPC global s'est établie à 2,5 % en moyenne de septembre à mars...

Le taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC global a été quelque peu supérieur à la cible de maîtrise de l'inflation de 2 % visée par la Banque, s'établissant à 2,5 % en moyenne de septembre 2005 à mars 2006. Cette évolution est surtout attribuable à la hausse considérable des prix à la consommation de l'énergie. En revanche, l'inflation mesurée par l'indice de référence s'est maintenue à 1,7 % en moyenne durant la même période, à la faveur des pressions à la baisse que continuent d'exercer les prix des importations[1].

L'inflation et la cible de 2 %

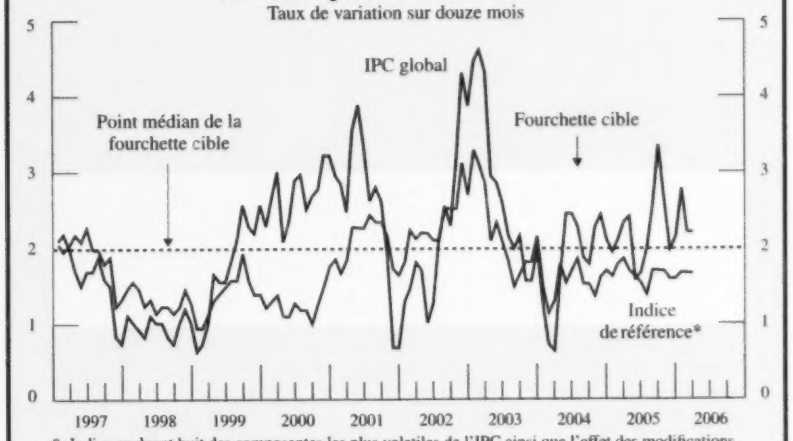
... et elle est demeurée très volatile.

Le rythme d'augmentation de l'IPC global a été très volatil, oscillant dans une fourchette de 2,0 à 3,4 % depuis la publication, en octobre 2005, du *Rapport sur la politique monétaire* (Graphique 1), sous l'effet des variations constantes des prix de l'essence et des majorations substantielles des prix de détail du gaz naturel.

Graphique 1

Indice des prix à la consommation

Taux de variation sur douze mois



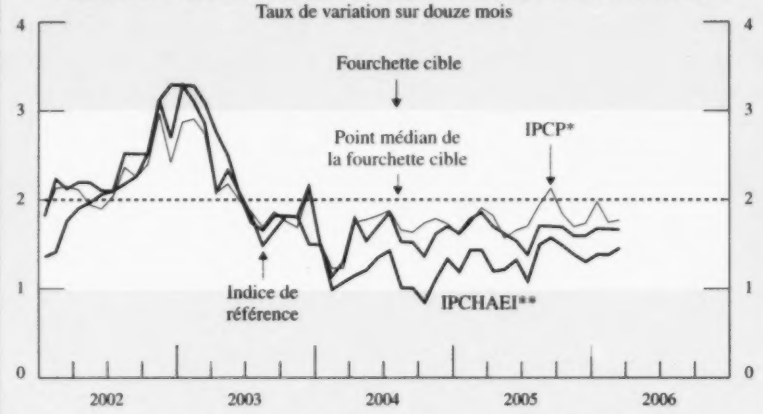
* Indice excluant huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes

1. L'indice de référence exclut huit des composantes les plus volatiles de l'IPC global et l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes. Les composantes exclues sont les fruits, les légumes, l'essence, le mazout, le gaz naturel, le transport interurbain, les produits du tabac et les intérêts sur les prêts hypothécaires.

Graphique 2

Indice de référence et autres mesures de l'inflation tendancielle

Taux de variation sur douze mois



* Dans la mesure IPCP, la pondération de chacune des composantes du panier de l'IPC est multipliée par un coefficient qui est inversement proportionnel à la variabilité de la composante.

** La mesure IPCHAEI exclut l'alimentation, l'énergie et l'effet des modifications des impôts indirects.

Le taux d'augmentation de l'indice de référence et les autres mesures de l'inflation tendancielle sont restés sous les 2 %.

L'inflation mesurée par l'indice de référence est demeurée très stable ces derniers mois, à environ 1,7 %. Les autres mesures de l'inflation tendancielle que la Banque suit sont aussi restées en deçà de 2 % (Graphique 2).

Bien que l'économie canadienne tourne à un niveau proche de son plein potentiel depuis le deuxième trimestre de 2004, les prix d'une grande quantité de biens à forte teneur en importations ont de nouveau fléchi dans la foulée des baisses des prix mondiaux de nombreux biens manufacturés et de l'appréciation passée du dollar canadien, deux facteurs qui ont continué de tirer vers le bas l'inflation mesurée par l'indice de référence[2]. Relativement peu de signes laissent croire que le renchérissement de l'énergie se répercute de façon plus générale sur les prix des autres biens et services.

Les facteurs qui influent sur l'inflation

La demande globale et les ajustements de l'économie à la conjoncture internationale

Les cours de l'énergie étant nettement plus élevés...

L'économie canadienne a continué de croître à un rythme soutenu au second semestre de 2005 et au début de 2006, malgré d'importants ajustements commandés par l'évolution de la conjonc-

2. Pendant la dernière année, les réductions des prix des biens durables (automobiles exclues) et semi-durables, qui comportent tous deux une proportion élevée d'importations, ont retranché 0,3 point de pourcentage au taux d'accroissement de l'indice de référence.

ture internationale et les changements des prix relatifs qui en découlaient. Parmi les facteurs d'évolution, citons le dynamisme de l'économie mondiale, les prix élevés et volatils des produits énergétiques, le haut niveau des cours de beaucoup d'autres produits de base, le repli des prix de nombreux biens manufacturés et l'appréciation du dollar canadien.

... les termes de l'échange du Canada se sont considérablement améliorés durant la deuxième moitié de 2005.

Sous l'effet de l'envolée des cours mondiaux de l'énergie, les termes de l'échange du Canada, c'est-à-dire le rapport entre le prix des exportations et celui des importations, se sont considérablement améliorés durant la deuxième moitié de 2005. En conséquence, les revenus réels ont monté plus rapidement que la production réelle (mesurée par le PIB réel), comme en font foi les augmentations notables des bénéfices des entreprises, des revenus du travail et des recettes publiques.

Le PIB réel du Canada a progressé comme prévu...

Le PIB réel du Canada a progressé de 3 % en rythme annuel au second semestre de 2005, tel que nous nous y attendions au moment de la parution de la *Mise à jour* de janvier. Ainsi, à la fin de l'année dernière, l'activité économique se situait à un niveau très proche de celui que nous projetions. Selon les données disponibles, le PIB réel aurait crû d'environ 3,2 % au premier trimestre de 2006, sous l'impulsion d'un bon nombre des facteurs observés pendant les six derniers mois de 2005.

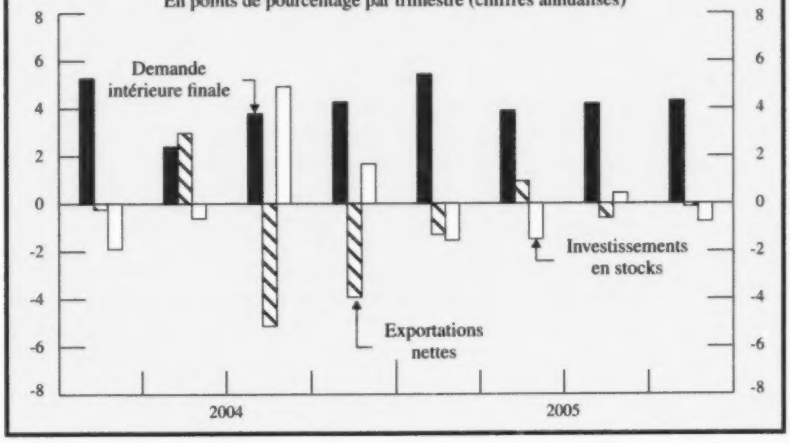
... à la faveur de la vive expansion de la demande intérieure finale.

Durant la deuxième moitié de 2005, la demande intérieure finale a continué de contribuer de façon appréciable à l'expansion du PIB, alors que les exportations nettes n'ont guère varié (Graphique 3). Poussées par la concurrence à comprimer leurs coûts et à améliorer leur productivité ou se heurtant à des contraintes de capacité, les entreprises ont encore accru leurs dépenses d'investissement de façon substantielle. Ces hausses ont été facilitées par la forte

Graphique 3

Contribution à la croissance du PIB réel

En points de pourcentage par trimestre (chiffres annualisés)



Les entreprises ont continué d'augmenter sensiblement leurs dépenses d'investissement...

rentabilité globale, les réductions continues des prix des machines et du matériel importés ainsi que les conditions de financement favorables. La progression de la dépense des ménages a légèrement ralenti au cours du semestre après avoir fait un bond au cours des six mois précédents.

... et la croissance des exportations et des importations a été vigoureuse.

Dopées par l'essor soutenu de l'économie mondiale, les exportations canadiennes ont augmenté de façon marquée. En effet, leur croissance s'est nettement raffermie durant la deuxième moitié de 2005, ce qui tient en grande partie à la reprise des exportations de produits automobiles. Parallèlement, les importations ont elles aussi crû plus rapidement, encouragées par l'expansion remarquable de la demande intérieure finale.

Les dépenses d'investissement dans le secteur énergétique ont connu une très forte augmentation...

Le niveau élevé des cours mondiaux des produits de base énergétiques et des métaux a contribué au maintien de la solide rentabilité des industries d'extraction pétrolière, gazière et minière et des entreprises de transformation du secteur au deuxième semestre de 2005 et au début de 2006. En outre, la production de ces industries s'est beaucoup raffermie durant la deuxième moitié de 2005, après avoir été freinée plus tôt dans l'année par des perturbations temporaires. Par conséquent, les dépenses d'investissement ont progressé de façon appréciable, et de nouvelles hausses importantes sont prévues à ce chapitre en 2006. Les dépenses relatives au réseau de pipelines devraient aussi s'accroître sensiblement. Bien que les retombées économiques du relèvement des investissements par les entreprises du secteur énergétique soient davantage manifestes dans les provinces productrices d'énergie de l'Ouest, l'activité dans d'autres provinces est aussi stimulée par les achats connexes de biens et de services.

Dans la plupart des secteurs peu exposés à la concurrence étrangère, comme la construction ainsi que le commerce de gros et de détail, la rentabilité est demeurée élevée au deuxième semestre de 2005. La production s'est vivement accrue, alimentée par des hausses substantielles de la demande intérieure finale et, dans certains cas, par une baisse des coûts des produits importés. L'emploi dans ces secteurs a augmenté de façon prononcée depuis le milieu de l'an dernier.

... tandis que, dans l'industrie manufacturière, de nombreuses entreprises continuent de restructurer leurs opérations.

Au cours de la même période, la rentabilité de nombreuses branches du secteur manufacturier a été déprimée par l'incidence soutenue de la force du dollar canadien, le renchérissement de l'énergie et l'intense concurrence que livrent les pays à marché émergent (en particulier la Chine). En conséquence, l'emploi dans ce secteur a accusé un autre recul considérable, bon nombre de sociétés procédant à une restructuration de leurs opérations. Pour hausser davantage la productivité et réduire les coûts, les fabricants ont accru leurs dépenses d'investissement de façon importante en 2005, et l'on s'attend à de nouveaux investissements

encore cette année. Grâce à ces diverses initiatives, la productivité dans le secteur manufacturier s'est redressée de 6,5 % environ (en rythme annuel) entre les deuxième et quatrième trimestres de 2005. Aussi la production a-t-elle continué de croître malgré le recul de l'emploi dans ce secteur.

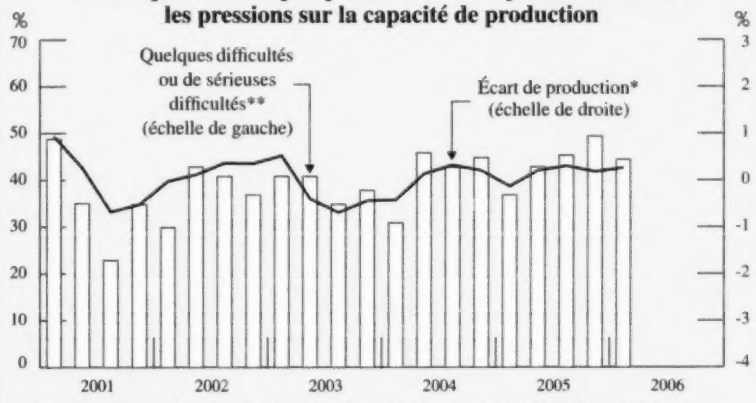
L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie

Presque tous les indicateurs des pressions s'exerçant sur la capacité de production donnent à penser que l'économie tournait à un niveau égal ou supérieur à son plein potentiel au premier trimestre de 2006.

D'après les résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises parus ce printemps, la proportion des firmes ayant signalé des pénuries de main-d'œuvre ou des difficultés à répondre à une hausse inattendue de la demande est demeurée plus élevée que la moyenne, quoique l'on constate une certaine amélioration depuis l'enquête précédente (Graphique 4). La mesure dont la Banque se sert habituellement pour estimer l'écart de production donne aussi à penser que l'économie fonctionnait légèrement au-delà de sa capacité au début de 2006 (Graphique 5). Le taux d'utilisation des capacités dans le secteur des produits non agricoles publié par Statistique Canada fait état depuis un certain temps déjà de pressions intenses sur l'appareil de production.

Graphique 4

Estimation de l'écart de production et réponses à la question de l'enquête sur les perspectives des entreprises concernant les pressions sur la capacité de production



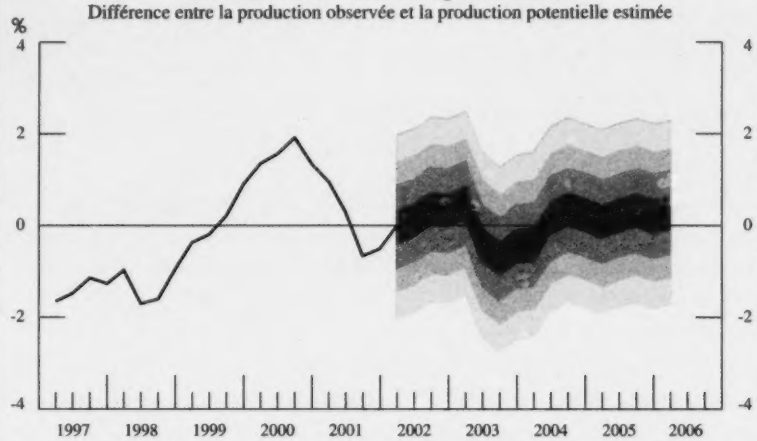
* Différence entre la production observée et la production potentielle estimée. Il convient de noter que la valeur estimée de l'écart pour le premier trimestre de 2006 se fonde sur une croissance prévue de la production de 3,2 % (en rythme annuel) pour ce trimestre.

** Pourcentage des entreprises ayant indiqué qu'elles auraient quelques difficultés ou de sérieuses difficultés à répondre à une hausse inattendue de la demande ou des ventes

Graphique 5

Estimation de l'écart de production*

Différence entre la production observée et la production potentielle estimée



* Les zones ombrées autour des valeurs estimées de l'écart de production représentent (des plus foncées aux plus pâles) des intervalles de confiance à 25 %, 50 %, 75 % et 95 %.

Nota : La valeur estimée de l'écart pour le premier trimestre de 2006 se fonde sur une croissance prévue de la production de 3,2 % (en rythme annuel) pour ce trimestre.

En général, les indicateurs du marché du travail portent à croire que l'économie tourne près de son plein potentiel. L'évolution des salaires et les signes récents d'une accélération de la croissance de la productivité du travail sont examinés dans la prochaine section.

À l'opposé, l'inflation mesurée par l'indice de référence semble signaler des pressions moindres sur la capacité, elle qui s'est maintenue au-dessous de 2 % depuis la fin de 2003. Comme il a été mentionné précédemment, toutefois, les réductions constantes des prix de nombreux biens finis, dues notamment à l'entrée en scène de nouveaux producteurs asiatiques, contribuent à tirer vers le bas le taux d'accroissement de cet indice. De plus, l'inflation mesurée par l'IPC global a dépassé les 2 %, en raison surtout des vives tensions qui règnent sur les marchés mondiaux de l'énergie et qui sont imputables en partie à l'essor vigoureux de l'économie asiatique. Bref, l'évolution des prix à la consommation ne permet pas de croire à la présence d'une offre excédentaire.

L'économie tournait à un niveau égal ou tout juste supérieur à sa capacité au début de 2006.

Après avoir passé en revue tous les indicateurs des pressions s'exerçant sur la capacité de production, le Conseil de direction juge qu'au début de 2006, l'économie fonctionnait à un niveau égal ou tout juste supérieur à sa capacité de production.

Les salaires et la productivité

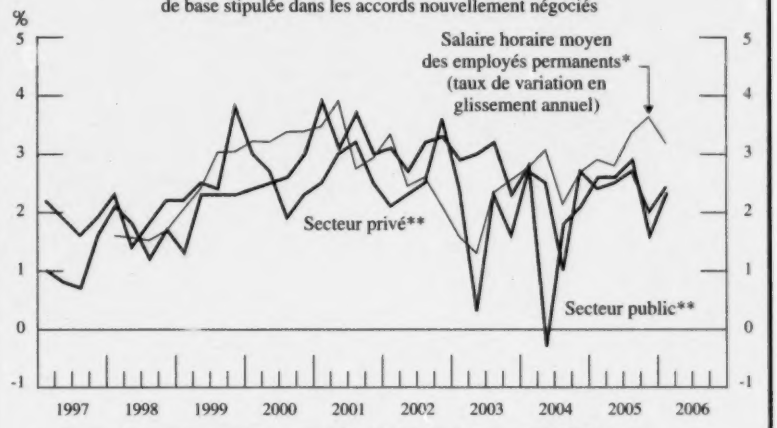
Le taux d'accroissement tendanciel des salaires se situe entre 3 et 3 3/4 %...

Le rythme d'accroissement global des salaires s'est accéléré au deuxième semestre de 2005 après plusieurs années de gains modestes, quoiqu'il semble avoir quelque peu ralenti au début de

Graphique 6

Accords salariaux et salaire horaire moyen

Augmentation annuelle effective du taux de rémunération de base stipulée dans les accords nouvellement négociés



* Source : *Information population active* (données les plus récentes : mars 2006)

** Source : Développement des ressources humaines Canada (données les plus récentes : février 2006)

2006. La variation du salaire horaire moyen des employés permanents, tirée de l'Enquête sur la population active, constitue un bon indicateur de la tendance fondamentale des salaires. Selon cette mesure, la progression globale de ces derniers s'est établie entre 3 et 3 3/4 % depuis le milieu de 2005 (Graphique 6).

Les hausses salariales observées dans les provinces productrices de pétrole et de gaz naturel demeurent visiblement supérieures à celles enregistrées dans les autres régions du Canada. Ces disparités reflètent les différences dans les pressions qui s'exercent sur les divers marchés du travail au pays et encouragent les travailleurs à s'installer en Alberta ou à faire la navette entre leur province de résidence et des villes albertaines.

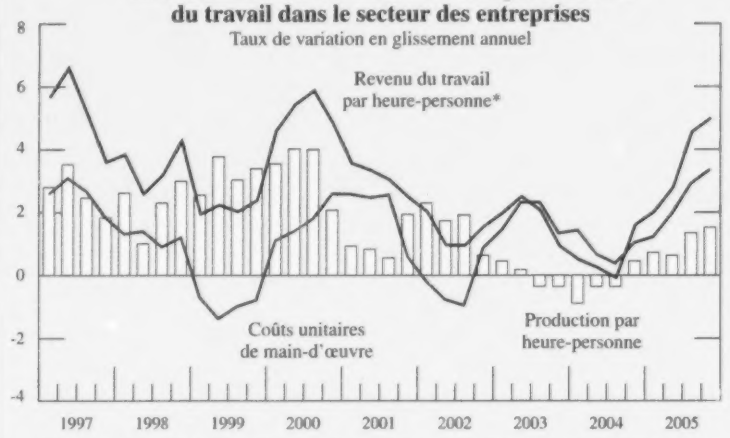
... et la productivité du travail a recommencé à augmenter.

Après deux années de quasi-stagnation, la productivité du travail a recommencé à augmenter au deuxième semestre de 2005 et dépassait, au quatrième trimestre, de 1 1/2 % le niveau qu'elle atteignait un an plus tôt (Graphique 7). Sa croissance est ainsi plus conforme à l'hypothèse de la Banque, selon laquelle le taux d'accroissement de la productivité en longue période est d'environ 1 3/4 %. La vigueur de l'avance de la productivité ne se cantonne plus aux secteurs de la fabrication et du commerce de gros; elle touche aussi maintenant le transport et l'entreposage, l'information et la culture, ainsi que les services d'hébergement et de restauration. Le regain de productivité et sa généralisation sont particulièrement encourageants.

Graphique 7

Coûts unitaires de main-d'œuvre et productivité du travail dans le secteur des entreprises

Taux de variation en glissement annuel



* Le revenu du travail comprend le revenu du travail des salariés ainsi qu'un revenu implicite du travail pour les travailleurs autonomes.

Source : *Le Quotidien* de Statistique Canada

Les données indiquent également une hausse de 5 % de la rémunération horaire au cours de la dernière année (Graphique 7) et une progression, après déduction des gains de productivité, de 3 1/2 % des coûts unitaires de main-d'œuvre pour l'année se terminant au quatrième trimestre de 2005. Toutefois, ces chiffres ont été gonflés par des paiements ponctuels (tels que des primes et des commissions) exceptionnellement élevés. Un taux d'accroissement sous-jacent de la rémunération de 3 à 3 3/4 % et une augmentation de la productivité de 1 1/2 % sont compatibles avec une hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre avoisinant les 2 %.

Les prix des produits de base et des extrants et les termes de l'échange

Les prix du gaz naturel ont diminué considérablement depuis le quatrième trimestre de 2005...

Le prix du baril de pétrole brut léger (West Texas Intermediate), qui était de 65 dollars É.-U. au moment de la parution de la *Mise à jour* de janvier, s'est établi en moyenne à 70 dollars É.-U. pendant la période de dix jours qui s'est terminée le 21 avril 2006. Les cours du pétrole brut lourd canadien, qui avaient beaucoup baissé depuis la fin de 2005, se sont redressés de façon marquée depuis le début d'avril[3]. Durant les trois derniers mois, les prix du

3. Le pétrole brut lourd représente près de 40 % de la production totale de brut au Canada. La diminution appréciable que les cours du brut lourd canadien ont enregistrée à la fin de 2005 et au début de 2006 (en sus des fluctuations saisonnières normales) tenait surtout au récent essor de l'exploitation des sables bitumineux, ainsi qu'au manque de capacité pipelinière et de capacité de valorisation pour pouvoir convertir cette production supplémentaire de pétrole brut lourd en combustible plus léger. L'expansion de la capacité pipelinière est pour beaucoup dans la remontée des cours survenue depuis.

gaz naturel ont chuté aux alentours de 7 dollars É.-U. le million de BTU, ce qui est considérablement moindre que le niveau prévu l'automne dernier. Ce repli reflète principalement le tassement de la demande attribuable à l'hiver très doux qu'a connu l'Amérique du Nord.

... alors que les produits de base non énergétiques ont encore renchéri.

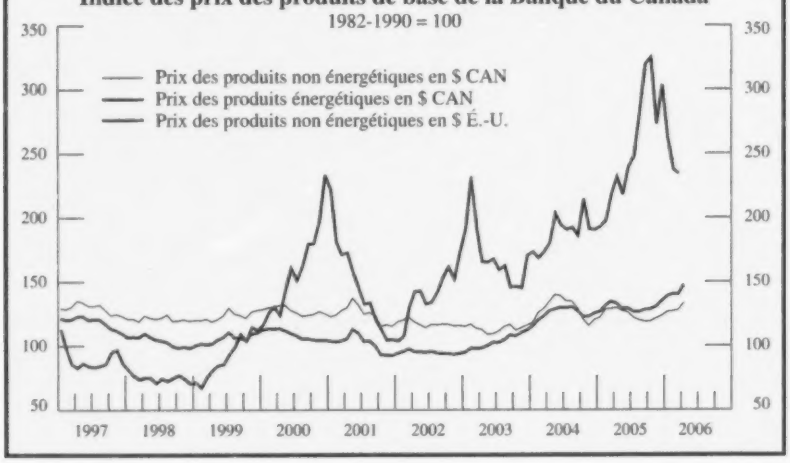
Les produits de base non énergétiques ont renchéri de nouveau durant les derniers mois (Graphique 8). Les cours des métaux, en particulier, ont fortement augmenté, sous l'effet combiné d'une demande mondiale robuste et d'une offre limitée.

À la faveur de l'amélioration importante des termes de l'échange du Canada au deuxième semestre de 2005 (Graphique 9), l'indice des prix en chaîne du PIB (une mesure globale du prix des biens et des services produits au Canada) s'est accru de 4,1 % entre les quatrièmes trimestres de 2004 et de 2005 (Graphique 10). Résultat, le PIB nominal a affiché une progression marquée de 7,1 % au cours de la même période. La croissance vigoureuse du revenu réel a grandement contribué au vif essor de la demande intérieure finale.

Le fléchissement dont a fait récemment l'objet le prix du gaz naturel devrait avoir donné lieu à une faible détérioration des termes de l'échange du Canada au début de 2006 et, par ricochet, à un léger recul de la croissance du PIB nominal.

Graphique 8

Indice des prix des produits de base de la Banque du Canada



Graphique 9

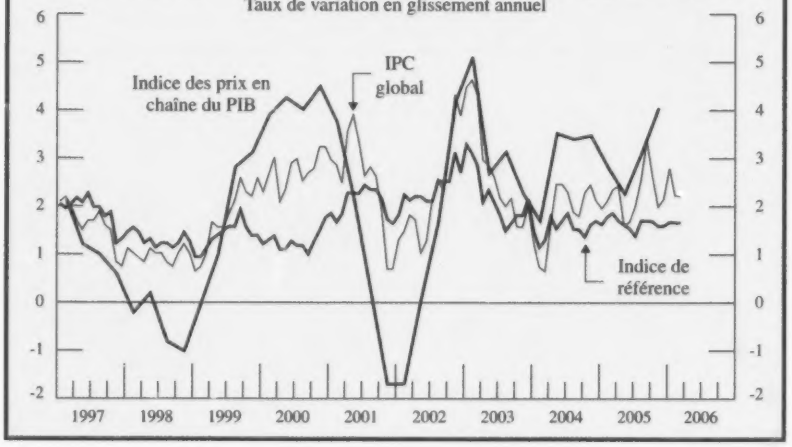
Termes de l'échange

Rapport entre le prix des exportations et celui des importations (1997 = 100)

Graphique 10

Indice des prix en chaîne du PIB, indice de référence et IPC global

Taux de variation en glissement annuel



3. L'ÉVOLUTION FINANCIÈRE

Les taux d'intérêt et les taux de change

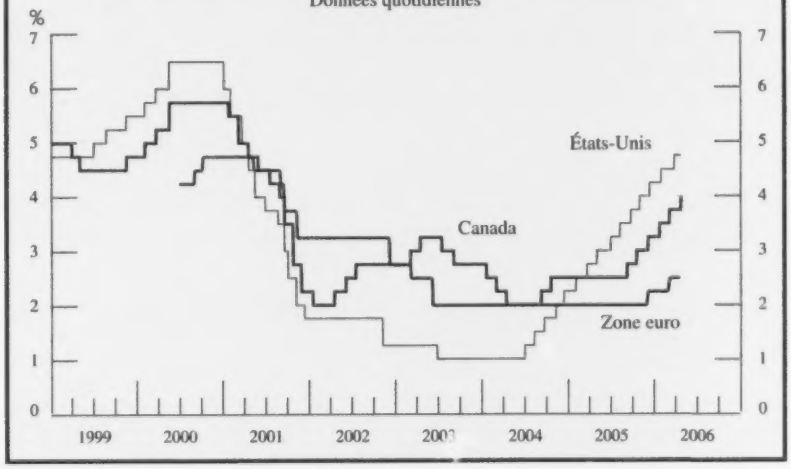
L'ascension des taux directeurs dans les pays industrialisés s'est poursuivie.

Face au dynamisme soutenu de l'économie mondiale, un certain nombre de pays industrialisés ont majoré leurs taux directeurs au cours des six derniers mois (Graphique 11). Ainsi, les banques centrales des États-Unis, de l'Union européenne et du Canada ont relevé leurs taux directeurs respectifs, tandis que celle du Japon a annoncé récemment qu'elle compte mettre graduellement fin à sa politique d'assouplissement quantitatif. Les attentes des marchés financiers à l'égard d'une hausse des taux d'intérêt à court terme ont eu tendance à s'accentuer depuis la publication de la *Mise à jour* de janvier, ce qui va de pair avec la bonne tenue de l'économie.

Graphique 11

Taux directeurs au Canada, aux États-Unis et en Europe

Données quotidiennes



La réduction des liquidités a contribué à faire monter les rendements des obligations à long terme.

L'augmentation effective et attendue des taux directeurs dans la plupart des pays industrialisés a contribué à faire monter les rendements des obligations à long terme (Graphique 12). Ces derniers avaient été particulièrement bas, en partie à cause de facteurs techniques liés à la demande et en raison du déséquilibre international entre l'épargne et l'investissement désirés. Au Canada également, les rendements obligataires ont eu tendance à s'accroître après la parution de la *Mise à jour* de janvier. Depuis ce moment, toutefois, l'écart entre les rendements des obligations américaines et canadiennes s'est élargi sur toute la gamme des échéances,

Graphique 12

Comparaison internationale des rendements des obligations d'État à 10 ans

car la hausse des rendements des obligations du gouvernement américain à échéance comparable a été encore plus prononcée.

Le cours du dollar canadien est relativement ferme par rapport à la plupart des grandes devises.

Le cours du dollar canadien par rapport à la plupart des grandes monnaies est demeuré relativement ferme depuis janvier; face à la devise américaine, il a évolué dans une fourchette un peu plus élevée et un peu plus large (de 85 1/2 à 88 1/2 cents É.-U. environ) que celle observée alors (Graphique 13). Certains facteurs fondamentaux comme le renchérissement des produits de base, en particulier de l'énergie et des métaux, ont continué de soutenir le dollar

Graphique 13

Taux de change du dollar canadien

Données des mercredis

* Devises composant l'indice C-5 : euro, yen, livre sterling, couronne suédoise et franc suisse

canadien pendant la période, ce qui a en grande partie neutralisé l'incidence des écarts négatifs entre les taux d'intérêt canadiens et américains.

Les conditions du crédit et d'autres aspects de l'évolution financière

Les entreprises jouissent de conditions de crédit favorables et d'une bonne santé financière...

Les écarts de taux sur les obligations de sociétés sont restés faibles ces derniers mois. Toutefois, comme les rendements des obligations du gouvernement du Canada ont augmenté, les entreprises ont généralement dû assumer des coûts d'emprunt un peu plus élevés qu'ils ne l'étaient au moment de la publication du *Rapport* d'octobre.

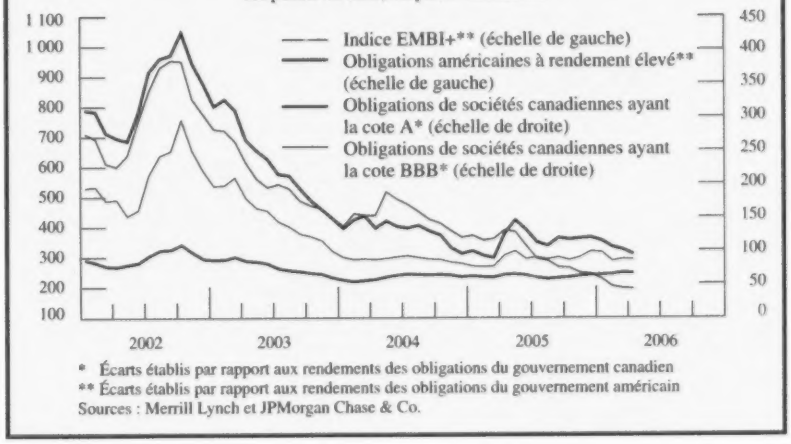
Cela dit, les conditions du crédit aux entreprises sont encore très favorables (Graphique 14). Grâce à des bénéfices records, les bilans des sociétés ont continué de s'améliorer, si bien que les encaisses des entreprises non financières se situent maintenant à des sommets inégalés, surtout dans le secteur des ressources naturelles, concentré dans l'Ouest du Canada. Sous l'effet de ces solides résultats financiers, l'indice TSX a enregistré une forte hausse. Cette excellente conjoncture financière incite à croire que les investissements des entreprises demeureront vigoureux.

... ce qui est de bon augure pour leurs investissements.

Graphique 14

Écarts de rendement de diverses obligations de sociétés canadiennes et obligations étrangères

En points de base, moyenne mensuelle



* Écarts établis par rapport aux rendements des obligations du gouvernement canadien
** Écarts établis par rapport aux rendements des obligations du gouvernement américain
Sources : Merrill Lynch et JPMorgan Chase & Co.

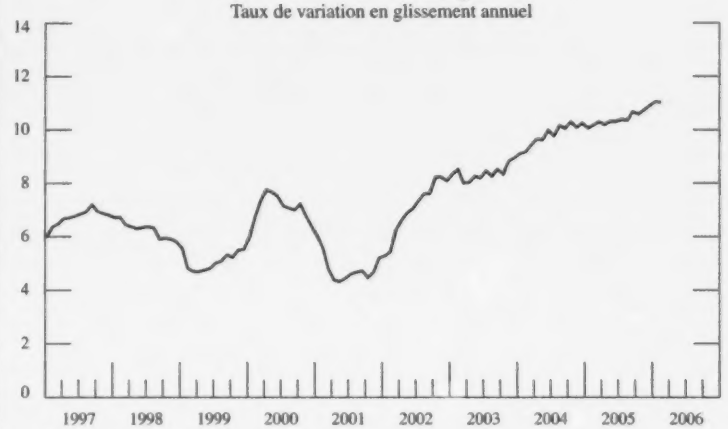
La vigueur du crédit aux ménages continue de soutenir les dépenses de consommation...

Depuis la parution du *Rapport* d'octobre, le taux d'expansion du crédit aux ménages a poursuivi sa montée (Graphique 15), sous l'influence principalement du dynamisme du marché de l'habitation. La croissance du crédit hypothécaire s'est intensifiée, à la faveur d'un regain d'activité sur les marchés de la revente et de la

Graphique 15

Crédits aux ménages

Taux de variation en glissement annuel



Source : Banque du Canada

construction d'habitations. De plus, la hausse des prix des maisons et les innovations financières continuent de stimuler la demande de prêts sur la valeur nette de la propriété consentis soit dans le cadre d'un refinancement hypothécaire, soit sous forme d'une marge de crédit garantie par l'avoir propre foncier. Ces ponctions sur la valeur nette des propriétés ont soutenu les dépenses récentes des ménages. La forte hausse du crédit devrait continuer de soutenir les dépenses de logement et de consommation tout au long du premier semestre de 2006.

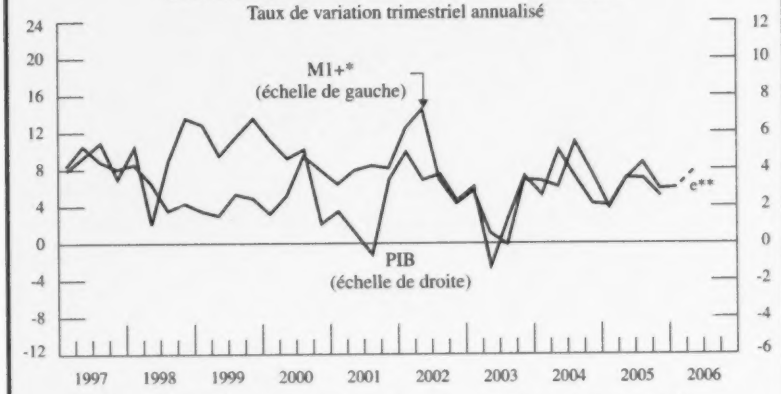
... et la croissance des agrégats monétaires étroits laisse entrevoir une forte progression de la production au premier semestre de 2006.

L'expansion de l'agrégat monétaire au sens étroit M1+ s'est accélérée depuis la livraison d'octobre du *Rapport*, en raison surtout de la progression des dépôts des entreprises. Cette accélération laisse entrevoir un renforcement de la croissance de la production réelle au premier semestre de 2006 (Graphique 16). Au cours de la même période, le rythme d'accroissement de l'agrégat monétaire au sens large M2++ a aussi été un peu plus rapide (Graphique 17), ce qui cadre avec une montée graduelle de l'inflation mesurée par l'indice de référence en 2006.

Graphique 16

Croissance du PIB et de M1+ en termes réels

Taux de variation trimestriel annualisé



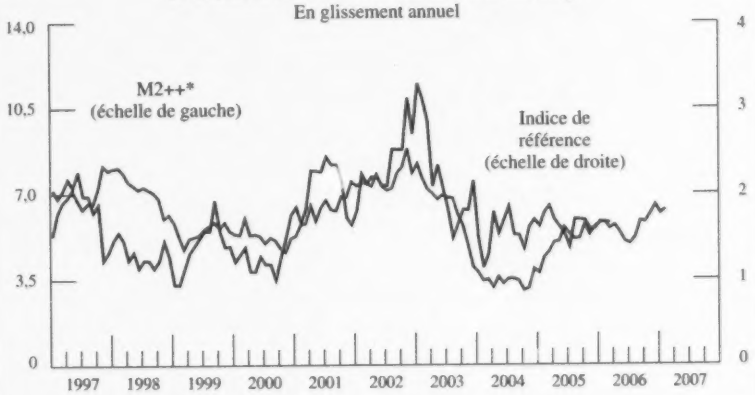
* Moyenne mobile sur deux trimestres du taux de croissance de M1+ (corrigé par l'indice de référence); la valeur indiquée pour un trimestre donné est celle obtenue pour le trimestre précédent. L'agrégat M1+ a été corrigé afin d'en exclure les actifs détenus dans les fonds clones.

** Le taux de croissance de M1+ pour le premier trimestre a été estimé à partir des données de janvier et de février.

Graphique 17

Inflation mesurée par l'indice de référence et croissance de la monnaie au sens large

En glissement annuel



* Le taux de croissance indiqué pour un trimestre donné est celui qui a été observé un an auparavant. L'agrégat M2++ a été corrigé afin d'en exclure les actifs détenus dans les fonds clones.

4. LES PERSPECTIVES

La présente section fait d'abord état du scénario de référence concernant l'économie mondiale pour la période se terminant à la fin de 2008, puis expose le scénario correspondant pour le Canada. Les projections supposent que les déséquilibres mondiaux se résorberont de manière progressive et ordonnée, grâce à des politiques susceptibles de favoriser un rééquilibrage de la demande à l'échelle internationale et à une dépréciation graduelle de la devise américaine en termes effectifs réels. L'évolution des prix de l'énergie, par ailleurs, devrait être conforme aux cours actuels des contrats à terme. La section se termine par une analyse des risques pesant sur le scénario de référence.

La conjoncture internationale

L'économie mondiale continue de croître à un rythme vigoureux.

La progression de la production mondiale, à laquelle ont contribué la plupart des principales économies d'outre-mer, s'est chiffrée à 4,7 % en 2005, soit un taux un peu plus élevé que prévu. Après avoir de nouveau affiché une forte croissance en 2006, l'économie mondiale devrait ralentir légèrement en 2007 et en 2008, à mesure que les capacités excédentaires se résorberont (Tableau 1). Malgré la robustesse de l'expansion à l'échelle du globe et le relèvement des cours de l'énergie, peu de signes, jusqu'à maintenant, montrent une intensification des pressions inflationnistes sous-jacentes sur les prix à la consommation. Les autorités monétaires de nombreux pays ont déjà mis en œuvre des politiques propres à favoriser une croissance durable et non inflationniste.

L'expansion du PIB atteint encore des niveaux inattendus en Chine...

Les économies nouvellement industrialisées d'Asie ont enregistré une rapide croissance, le taux d'augmentation du PIB s'y étant établi en moyenne à 9,0 % en 2005, soit un niveau un peu plus haut que prévu. L'activité a fait un bond de 9,9 % en Chine, en raison surtout du dynamisme des investissements et des exportations. Les révisions apportées aux comptes nationaux du pays donnent à penser que l'expansion du secteur chinois des services a été nettement supérieure aux chiffres avancés précédemment. Au cours de la période de projection, l'économie chinoise devrait continuer de croître à un rythme soutenu, quoique légèrement moindre, alors que la composition de la demande se modifiera en faveur de la consommation privée.

... et la croissance se raffermit au Japon.

Au Japon, la croissance a également été plus vive et plus généralisée qu'on ne l'avait anticipé dans les numéros précédents du *Rapport*. Soutenue par l'essor des investissements et des dépenses des ménages — et par des exportations toujours fortes au demeurant —, l'économie nipponne a progressé de 2,7 % en 2005. On s'attend à ce que l'activité s'accélère dans ce pays en 2006, en grande partie grâce à la demande intérieure, avant de revenir à

une cadence compatible avec le taux d'accroissement de la capacité de production au cours des années suivantes.

L'économie de l'Union européenne connaît une reprise.

L'économie tourne encore au ralenti dans les pays de l'Union européenne, bien que le taux d'expansion de 1,5 % enregistré en 2005 dépasse quelque peu le chiffre projeté dans le *Rapport* d'octobre. L'activité a été stimulée par des exportations et des investissements relativement vigoureux. En outre, des enquêtes menées auprès des entreprises laissent entrevoir de nouveaux progrès, et les conditions monétaires expansionnistes devraient continuer de favoriser une croissance graduelle durant la période à venir.

Aux États-Unis, le taux d'augmentation du PIB réel a été de 3,5 % en 2005, l'activité ayant reculé plus que prévu vers la fin de l'année. Toutefois, les indicateurs mensuels tendent à indiquer que l'économie s'est nettement accélérée au début de 2006, sous l'impulsion surtout de la forte demande intérieure. Les investissements des entreprises continuent d'alimenter la croissance en 2006, à la faveur notamment de l'effort de reconstruction consécutif au passage des ouragans. Dans l'ensemble, les pressions inflationnistes sont demeurées relativement contenues, en dépit du niveau élevé et de la volatilité des cours de l'énergie. On s'attend à ce que la vive expansion de l'économie se poursuive aux États-Unis en 2006 et à ce que le taux d'augmentation du PIB réel y atteigne 3,5 %. Le rythme de croissance devrait ensuite se relâcher, pour se situer à 3,2 % en 2007 et à 3,1 % en 2008. Ce fléchissement sera principalement attribuable à la stabilisation du marché du logement, au relèvement des taux d'intérêt et à un certain assainissement des finances publiques, tous des facteurs qui devraient concourir à un ralentissement des dépenses de consommation.

Aux États-Unis, la croissance économique devrait se poursuivre à un rythme de 3,5 % en 2006, avant de ralentir graduellement.

La vigueur soutenue affichée par les prix des produits de base depuis la publication de la *Mise à jour*, en janvier, traduit bien la fermeté de l'économie mondiale. Les cours à terme du pétrole brut pour le reste de 2006 et l'ensemble de l'an prochain sont supérieurs à ceux anticipés dans la *Mise à jour*; les cours à terme du gaz naturel (qui varient de 8 à 11,50 dollars É.-U. le million de BTU) sont pour leur part légèrement inférieurs aux prévisions pour le reste de 2006, et quasi inchangés pour 2007 (Graphique 18). La Banque s'appuie sur ces prix pour établir ses projections économiques. On estime, dans l'ensemble, que les cours des produits de base non énergétiques demeureront élevés, ce qui cadre avec la croissance soutenue de l'économie mondiale.

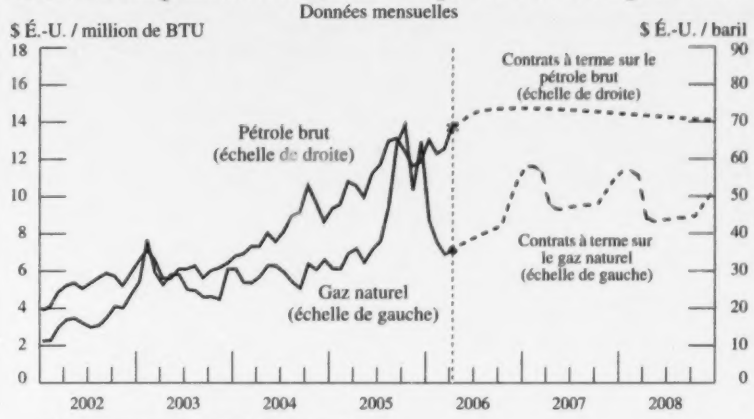
Le scénario de référence suppose un rééquilibrage progressif de la demande mondiale.

Ce scénario de référence concernant les perspectives mondiales suppose que les déséquilibres mondiaux se résorberont de façon ordonnée sous l'effet de politiques destinées à rééquilibrer la demande mondiale et d'ajustements opérés par le marché, y compris une dépréciation graduelle du dollar américain en termes effectifs réels. Ce rééquilibrage est favorisé par une réduction du déficit budgétaire des États-Unis et par des politiques propices à un

Graphique 18

Cours au comptant et cours à terme† du pétrole brut et du gaz naturel

Données mensuelles



* Cours au comptant du pétrole brut (21 avril 2006)

• Cours au comptant du gaz naturel (21 avril 2006)

† Prix moyen des contrats à terme sur la période de dix jours ouvrables se terminant le 21 avril 2006

Tableau 1

Projections relatives à la croissance mondiale[a]

	Part du PIB mondial réel[b] (en pourcentage)	Croissance projetée (en pourcentage) et contribution, en points de pourcentage, au taux de croissance de l'économie mondiale[c]			
			Projection		
		2005	2006	2007	2008
États-Unis	20	3,5 [0,70]	3,5 [0,70]	3,2 [0,64]	3,1 [0,62]
Union européenne	19	1,5 [0,28]	1,8 [0,33]	2,0 [0,37]	2,3 [0,43]
Japon	6	2,7 [0,17]	2,9 [0,19]	2,1 [0,13]	1,9 [0,12]
Chine et ENI[d] d'Asie	19	9,0 [1,67]	8,7 [1,63]	8,2 [1,53]	7,7 [1,44]
Autres pays	36	5,3 [1,92]	5,4 [1,96]	5,4 [1,94]	5,1 [1,85]
Ensemble du monde	100	4,7	4,8	4,6	4,4

a. Il convient de noter que les taux de croissance indiqués dans les catégories « Chine et ENI d'Asie », « Autres pays » et, par conséquent, « Ensemble du monde » ne sont pas directement comparables à ceux dont faisaient état les numéros précédents du *Rapport sur la politique monétaire* et de la *Mise à jour*, en raison d'un changement apporté à la méthodologie employée. Une ventilation par pays plus détaillée et un nouveau système de pondération ont été adoptés, de sorte que la méthodologie est maintenant davantage conforme à celle utilisée dans les *Perspectives de l'économie mondiale* du Fonds monétaire international.

b. La part de chaque pays pour 2005 est calculée d'après les PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat. Source : FMI, base de données des *Perspectives de l'économie mondiale*, avril 2006

c. Les chiffres entre crochets représentent la contribution de chaque région, en points de pourcentage, au taux de croissance de l'économie mondiale.

d. Les ENI, ou économies nouvellement industrialisées, comprennent la région administrative spéciale de Hong Kong, la Corée, la Province chinoise de Taïwan et Singapour.

renforcement de la demande intérieure ailleurs dans le monde, notamment les réformes structurelles en cours en Europe et en Asie. Le repli de la devise américaine, conjugué à la montée progressive des taux d'intérêt longs aux États-Unis, devrait aider la demande globale dans ce pays à se transformer, la croissance de celle-ci s'appuyant dorénavant davantage sur des sources extérieures et moins sur des sources intérieures.

Le réalignement des monnaies envisagé dans le scénario de référence implique une dépréciation du taux de change réel effectif du dollar É.-U. de l'ordre de 7 % d'ici la fin de la période de projection. Parallèlement, ce sont les monnaies des économies émergentes d'Asie, du Japon et de certains pays exportateurs de pétrole, dont la valeur en termes réels n'avait pas sensiblement augmenté de 2002 à 2004, qui devraient s'apprécier le plus face au billet vert. Quant au dollar canadien, le scénario de référence de la Banque suppose qu'il ne sera que légèrement touché par le recul de la devise américaine et que cet ajustement se produira vers la fin de l'horizon projeté.

La demande et l'offre globales au Canada

Ce scénario de forte croissance à l'échelle internationale et de rééquilibrage graduel de la demande est généralement favorable à une poursuite de l'expansion économique au Canada, mais l'essor de la demande intérieure finale au pays devrait demeurer le principal moteur de cette expansion (Tableau 2).

La croissance de la demande intérieure finale devrait demeurer le principal moteur de l'expansion économique au Canada jusqu'en 2008.

Tableau 2
Contribution à la croissance annuelle moyenne du PIB réel*
En points de pourcentage

	2006	2007	2008
Consommation	1,8 (1,7)	1,6 (1,6)	1,6
Logement	0,1 (-0,2)	-0,1 (0)	-0,1
Dépenses des administrations publiques	0,9 (1,0)	0,9 (0,9)	0,6
Investissements fixes des entreprises	1,0 (0,9)	0,8 (0,7)	0,7
Total partiel : demande intérieure finale	3,8 (3,4)	3,2 (3,2)	2,8
Exportations	1,7 (2,1)	1,4 (1,6)	1,2
Importations	-2,1 (-2,4)	-1,6 (-1,9)	-1,1
Total partiel : exportations nettes	-0,4 (-0,3)	-0,2 (-0,3)	0,1
Stocks	-0,3 (0)	0 (0)	0
PIB	3,1 (3,1)	3,0 (2,9)	2,9

* Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario présenté dans la *Mise à jour* de janvier.

Les investissements des entreprises devraient rester robustes...

On croit que les investissements des entreprises resteront robustes au cours de la période de projection. Parmi les facteurs qui alimenteront une nouvelle hausse notable de ces dépenses cette année et l'an prochain, citons la croissance soutenue de l'économie mondiale, le niveau relativement élevé des cours anticipés pour les produits de base, le maintien attendu de la très grande solidité des bilans et de la forte rentabilité globale des entreprises, ainsi que la baisse des prix des machines et du matériel importés.

... et les dépenses de consommation, s'accroître vigoureusement.

Les dépenses de consommation devraient s'accroître vigoureusement pendant la période considérée, sous l'effet de nouveaux gains substantiels au chapitre du revenu réel disponible. On prévoit que les investissements dans le secteur du logement, qui ont connu un essor considérable ces dernières années, augmenteront encore un peu plus en 2006; de fait, ils dépassent déjà légèrement le niveau envisagé dans la *Mise à jour* de janvier. Ils devraient ensuite fléchir quelque peu en 2007 et 2008.

Globalement, les dépenses publiques en biens et services et les transferts gouvernementaux devraient croître sensiblement à la même cadence que les recettes durant l'horizon projeté. On s'attend donc à ce que la progression des dépenses de l'ensemble des administrations publiques soit assez prononcée cette année et en 2007, puis qu'elle ralentisse quelque peu en 2008.

On s'attend à ce que les exportations nettes bride nt un peu la croissance pendant un certain temps.

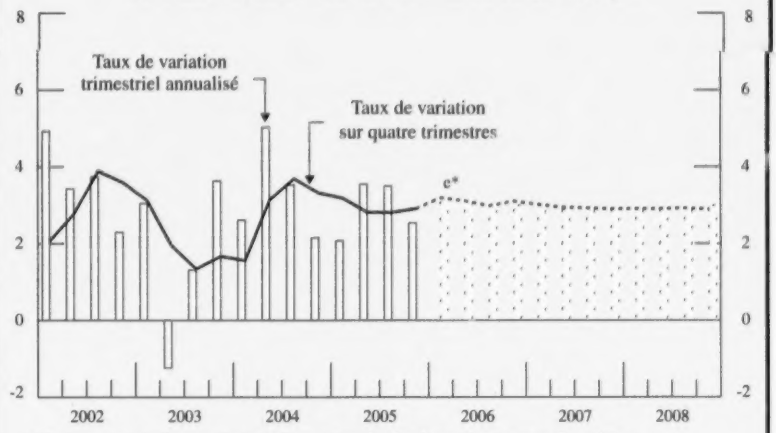
Selon nos prévisions, les exportations continueront de grimper, stimulées par la poursuite de l'expansion de l'activité à l'échelle mondiale et par l'ajout de capacités de production importantes pour l'exploitation des matières premières au Canada. Parallèlement, la nouvelle hausse des investissements en machines et en matériel devrait dynamiser les importations. Par conséquent, on prévoit encore que les exportations nettes brideront un peu la croissance pendant un certain temps et que cette incidence s'atténuera au cours de l'horizon projeté.

Selon nos prévisions, le taux d'accroissement du PIB au Canada s'établira à un peu plus de 3 % en 2006 et descendra légèrement sous ce taux en 2008.

La Banque estime dans son scénario de référence que le taux d'accroissement annuel moyen du PIB s'établira à 3,1 % en 2006, à 3,0 % en 2007 et à 2,9 % en 2008 (Graphique 19, Tableau 3). Elle prévoit que le rythme d'expansion de la production potentielle sera de 2,9 % en 2006 et atteindra 3,0 % en 2007 et 2008. Ce profil laisse entendre que l'économie affichera une demande légèrement excédentaire cette année et qu'elle retournera au niveau de la production potentielle avant la fin de la période de projection. La Banque suppose, dans ce scénario, que la baisse de régime de l'économie américaine, combinée à l'effet retardé des relèvements passés des taux d'intérêt et d'une modeste hausse supplémentaire de ces derniers sur l'ensemble de la courbe de rendement, rétablira l'équilibre entre l'offre et la demande globales.

Graphique 19

Produit intérieur brut du Canada en termes réels



* La lettre « e » indique qu'il s'agit d'une estimation fondée sur les données disponibles.

Tableau 3
Résumé des projections selon le scénario de référence*

	2006				2007		2008
	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er sem.	2e sem.	
PIB réel (taux de variation trimestriel annualisé)	**3,2** *(3,2)*	**3,2** *(3,1)*	**3,0** *(3,0)*	**3,0** *(3,0)*	**2,9** *(2,9)*	**2,9** *(2,8)*	**2,9**
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	**3,2** *(3,2)*	**3,1** *(3,1)*	**3,0** *(3,0)*	**3,1** *(3,1)*	**3,0** *(3,0)*	**2,9** *(2,9)*	**2,9**
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	**1,7** *(1,7)*	**1,8** *(1,8)*	**2,0** *(1,9)*	**2,0** *(1,9)*	**2,0** *(2,0)*	**2,0** *(2,0)*	**2,0**
IPC global** (taux de variation en glissement annuel)	**2,4** *(2,5)*	**2,6** *(2,4)*	**1,9** *(1,9)*	**2,3** *(2,3)*	**2,1** *(2,0)*	**2,0** *(2,0)*	**2,0**
WTI † (niveau)	**63** *(65)*	**70** *(66)*	**73** *(67)*	**74** *(67)*	**74** *(67)*	**73** *(67)*	**71**

* Les chiffres entre parenthèses sont tirés de la *Mise à jour* du *Rapport sur la politique monétaire* parue en janvier 2006.

** Exclusion faite des effets d'une modification de la taxe sur les produits et services

† L'hypothèse relative au cours du pétrole brut West Texas Intermediate (en $ É.-U. le baril) se fonde sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines se terminant le 21 avril 2006.

L'inflation

Les mesures des attentes relatives à l'inflation en courte période ont reculé, tandis que les indicateurs du taux anticipé à long terme demeurent solidement arrimés à la cible de 2 %.

Après avoir augmenté légèrement au moment de la parution du *Rapport* d'octobre, la plupart des mesures des attentes relatives à l'inflation à court terme que la Banque surveille ont reculé dernièrement. En outre, les principaux indicateurs du taux anticipé à moyen et à long terme demeurent solidement arrimés à la cible de 2 %. Selon les résultats de l'enquête sur les perspectives des entreprises publiés par la Banque ce printemps, 78 % des firmes sondées estiment que l'inflation mesurée par l'IPC global se maintiendra à l'intérieur d'une fourchette de 1 à 3 %, en moyenne, durant les deux prochaines années, et la proportion des répondants qui pensent que l'inflation sera supérieure à 3 % a diminué depuis l'enquête menée à l'automne. De plus, le taux d'augmentation de l'IPC global projeté par les prévisionnistes du secteur privé pour 2006 et 2007 s'établit juste au-dessous de 2 %, tandis que leurs pronostics à long terme continuent d'avoisiner 2 %.

L'inflation mesurée par l'IPC global devrait se chiffrer, en moyenne, à environ 2,0 % en 2007 et en 2008.

L'inflation mesurée par l'IPC global devrait se chiffrer à environ 2,5 %, en moyenne, au premier semestre de 2006 et à près de 2,0 %, en moyenne, en 2007 et en 2008 (exclusion faite des effets d'une modification de la TPS). Le comportement des cours du pétrole brut et du gaz naturel aura une incidence importante sur l'évolution du taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC global (Graphique 18). Les prix à la consommation du gaz naturel devraient baisser sensiblement d'ici la fin de 2006, à mesure que le récent repli des prix de gros se reflétera davantage dans les contrats et les prix réglementés. Il est également à noter que l'inflation mesurée par l'IPC global pourrait tomber provisoirement bien en deçà de 2 % en septembre prochain, en raison de la flambée qu'ont enregistrée les prix de l'essence un an auparavant, à la suite des perturbations de la production américaine provoquées par le passage des ouragans.

Ce scénario ne tient pas compte d'une réduction de la TPS.

Ce scénario ne tient pas compte de l'intention annoncée par le gouvernement fédéral de ramener la taxe sur les produits et services (TPS) de 7 à 6 % cette année. La Banque estime qu'une telle réduction de la TPS entraînerait, dans le mois de sa mise en œuvre, une baisse directe de l'IPC de quelque 0,6 point de pourcentage. Il en résulterait une diminution équivalente du taux de variation de l'IPC, en glissement annuel, pour les douze mois suivant l'application du changement. Les attentes d'inflation étant bien ancrées, la Banque ne prévoit pas d'effets de seconde vague de cette modification sur l'inflation. (Voir la Note technique 1 pour une analyse approfondie des effets attendus de cette mesure.)

Note technique 1

Incidence d'une modification de la TPS sur l'inflation et implications pour la politique monétaire

Le gouvernement fédéral a annoncé son intention de ramener la taxe sur les produits et services (TPS) de 7 à 6 % à brève échéance et à 5 % d'ici cinq ans. De telles réductions auraient pour conséquence directe d'abaisser le taux de variation en glissement annuel de l'IPC global dans les douze mois qui suivraient.

Dans la conduite de sa politique monétaire, la Banque continue de faire abstraction de l'incidence directe des modifications des impôts indirects sur l'inflation et de ne réagir qu'aux « effets de seconde vague », c'est-à-dire aux effets d'entraînement que ces modifications peuvent avoir sur l'évolution générale des salaires et des prix. Les attentes d'inflation étant fermement ancrées, la Banque juge que la probabilité qu'une diminution de la TPS engendre des effets de seconde vague est minime.

La Banque estime que le fait de ramener la TPS de 7 à 6 % retrancherait directement environ 0,6 point de pourcentage au taux d'augmentation sur douze mois de l'IPC global durant l'année qui suivrait cette réduction. Cette estimation repose sur certaines hypothèses qui ont été établies concernant la proportion taxable de chacune des composantes de l'IPC, sur la base des données relatives aux recettes tirées de la TPS[1]. Au nombre des composantes de l'IPC qui seraient les plus touchées figurent les services (à l'exclusion de ceux liés au logement) ainsi que les biens semi-durables et durables[2]. L'indice de référence ne devrait pas être affecté directement, car il exclut par définition les retombées estimatives de modifications des impôts indirects.

Il faut préciser que ces estimations ne prennent en compte que les effets directs et supposent qu'un changement apporté à la TPS se répercute entièrement sur les prix à la consommation au cours du mois où il entre en vigueur. L'incidence réelle d'une modification de la TPS sur l'ensemble des prix dépend des conditions du marché, de la structure des coûts et de l'élasticité de la demande et de l'offre de divers biens et services.

---

1. La formule d'estimation de l'effet initial de la réduction de la TPS sur l'IPC se lit comme suit :

$$\text{Variation en \% du niveau de l'IPC} = \text{modification du taux de la TPS} \times \sum_{i=1}^{n} \left[\begin{array}{c} \text{proportion taxable} \\ \text{de la composante } i \\ \text{de l'IPC} \end{array} \times \begin{array}{c} \text{pondération} \\ \text{de la composante } i \\ \text{dans l'IPC} \end{array} \right]$$

2. Certaines des composantes de l'IPC, dont les aliments consommés à la maison, le loyer et les intérêts sur les prêts hypothécaires, sont exonérées de la TPS.

L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait revenir à la cible de 2 % au second semestre de 2006 et y demeurer pendant le reste de la période de projection.

L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait rester inférieure à 2 % durant le premier semestre de 2006, puis remonter à 2 % au second semestre, plus tôt que la Banque ne le prévoyait dans la *Mise à jour* de janvier, à cause des majorations annoncées des tarifs d'électricité. Les pressions à la baisse continues exercées par la réduction des prix des biens manufacturés devraient être compensées par les pressions à la hausse attribuables au léger excédent de la demande au sein de l'économie. On s'attend à ce que ces pressions opposées diminuent de part et d'autre au cours de la période de projection, l'inflation mesurée par l'indice de référence demeurant à 2 %.

Les hausses des gains horaires moyens des employés permanents devraient atteindre près de 4 % pendant l'horizon sur lequel porte la projection. Par ailleurs, en raison de la modeste accélération attendue du rythme de progression de la productivité du travail, le taux d'augmentation, en glissement annuel, des coûts unitaires de main-d'œuvre devrait avoisiner 2 % durant la même période.

Les risques pesant sur le scénario de référence

Le scénario de référence de la Banque est entaché de risques aussi bien à la hausse qu'à la baisse. Dans l'ensemble, la Banque considère que ceux-ci sont relativement équilibrés. Toutefois, il subsiste un faible risque que l'ajustement des déséquilibres mondiaux se fasse de façon désordonnée, ce qui accentuerait le risque d'un ralentissement économique plus tard au cours de la période de projection. Cette éventualité paraît moins probable qu'elle ne l'était il y a quelque temps, à en juger par les signes donnant à penser que les autorités mettent en œuvre des mesures pour remédier à ces déséquilibres et qu'un déplacement s'opère au sein de la demande mondiale. (Voir la Note technique 2.)

Les risques que la progression de l'activité et l'inflation au Canada soient plus élevées que prévu sont grandement liés au dynamisme de l'expansion mondiale et à la trajectoire des cours des produits de base qui en découlera. Les perspectives économiques sur la scène internationale ont été étonnamment favorables et pourraient demeurer plus vigoureuses qu'on ne l'anticipe. Une telle évolution, combinée aux tensions géopolitiques et aux délais possibles dans la mise en exploitation de nouvelles ressources, pourrait faire grimper encore davantage les prix des produits de base. Pour le Canada, cela signifierait une demande accrue de ses exportations, des prix plus élevés pour ses exportations de matières premières, une croissance de ses revenus renforcée et des pressions à la hausse sur sa monnaie. Une expansion plus rapide que projeté de l'économie mondiale risquerait également d'exercer des pressions sur les capacités de production de cette dernière. La

Note technique 2

Ajustement à long terme de l'épargne mondiale et des déséquilibres des balances courantes

Le déficit courant des États-Unis a atteint 6,4 % du PIB en 2005, après s'être accru de façon assez régulière depuis 1995, où il ne s'établissait qu'à 1,5 % du PIB. Son creusement a eu pour contrepartie une hausse analogue des excédents courants ailleurs, en particulier dans les économies émergentes d'Asie, les pays exportateurs de pétrole et, dans une moindre mesure, certains pays industrialisés, dont le Japon et l'Allemagne. Au cours des dernières années, ces déséquilibres des balances courantes ont eu pour cause principale les écarts importants entre la dépense et la production intérieures qui ont découlé du faible taux d'épargne privée et publique aux États-Unis et du niveau relativement élevé de cette épargne dans les autres pays.

La plupart des observateurs estiment que les États-Unis ne pourront maintenir indéfiniment un déficit courant de cette ampleur, puisque cela occasionnerait des hausses considérables de leurs engagements extérieurs nets et des paiements beaucoup plus élevés au titre du service de la dette. Dans le passé, pour résorber leurs déficits courants, les pays reconstituaient leur épargne en ralentissant la demande intérieure, ce qui allait normalement de pair avec une dépréciation de la monnaie. Même si la majorité des observateurs sont d'avis que les États-Unis suivront un parcours similaire, et que l'ajustement sera long et graduel, ils s'interrogent sur l'ampleur que revêtira le ralentissement de l'économie américaine et sur les répercussions qu'il aura sur la croissance mondiale. Le scénario le plus probable, qui est repris dans la projection décrite dans le présent rapport, est celui d'un ajustement en douceur.

Il y a des raisons de croire que les déséquilibres mondiaux peuvent être résolus de façon ordonnée. Dans la mesure où ces déséquilibres sont liés aux décisions du secteur privé en matière d'épargne, de consommation et d'investissement, les forces du marché devraient pouvoir les ramener à un niveau viable. Les marchés financiers internationaux sont devenus plus complets et donc plus efficients dans la répartition de l'épargne entre les pays. Les grandes institutions financières semblent dotées de capitaux suffisants et ne paraissent pas trop exposées aux risques. Enfin, les gouvernements continuent d'affirmer qu'ils prendront les mesures nécessaires pour favoriser un ajustement fondé sur le marché qui contribuera à réduire les déséquilibres à moyen terme et à soutenir la croissance.

Néanmoins, plus les déséquilibres persisteront, plus le risque d'un ajustement désordonné augmentera. Bien que certains indices donnent à penser que la mise en œuvre de certaines des mesures correctives requises progresse à des degrés divers, des mesures additionnelles de la part des autorités aideraient à ancrer les attentes des marchés et à promouvoir un ajustement harmonieux s'appuyant sur les forces du marché. Si les autorités ne vont pas plus loin, le risque que le processus d'ajustement soit désordonné s'accroîtra, à savoir le risque que des perturbations graves sur les marchés financiers (c.-à-d. des mouvements marqués du dollar américain et des taux d'intérêt aux États-Unis) se propagent à l'économie réelle, notamment par suite d'une baisse de confiance des consommateurs et des investisseurs et, peut-être, d'un regain de protectionnisme[1]. Dans cet autre scénario, la production diminuerait de façon prononcée à l'échelle du globe et la demande de biens et de services canadiens reculerait.

1. La plupart des observateurs se sont arrêtés à deux scénarios — l'un où l'ajustement s'effectue en douceur et l'autre où il s'opère de façon désordonnée — afin de pouvoir analyser deux résultats bien distincts. Il convient toutefois de mentionner que des scénarios intermédiaires sont envisageables.

situation pourrait ralentir le repli des prix de nombreux biens manufacturés faisant l'objet d'échanges internationaux et donc amplifier les pressions à la hausse sur l'inflation au pays, par rapport au scénario de référence.

Un important risque à la baisse pour l'économie canadienne est la possibilité d'un tassement plus abrupt qu'escompté de l'activité aux États-Unis. Ce risque pourrait se matérialiser de diverses manières. Ainsi, les ménages américains pourraient infléchir leur demande de logements et de véhicules automobiles et tenter de reconstituer leur épargne à une cadence plus vive qu'on ne le prévoit. Cela déprimerait les exportations canadiennes. Une baisse de régime de l'économie américaine pourrait aussi découler d'un ajustement aux déséquilibres mondiaux marqué par une décélération de l'expansion dans le reste du monde et une baisse concomitante des prix des produits de base. Il s'ensuivrait des retombées négatives pour le Canada. De façon plus générale, l'un des risques associés à la correction des déséquilibres mondiaux est que la dépréciation du dollar américain en termes effectifs soit plus accentuée vis-à-vis de la monnaie canadienne que ne le suppose notre projection, ce qui freinerait davantage les exportations nettes et ralentirait l'expansion au Canada.

Il subsiste également de l'incertitude au sujet du niveau et de la croissance de la production potentielle au pays. Il se peut que la productivité croisse à un rythme supérieur à celui qui est retenu comme hypothèse dans le scénario de référence, étant donné les investissements effectués par les entreprises pour accroître leur productivité et les rationalisations des méthodes de travail auxquelles elles procèdent pour compenser les pénuries de main-d'œuvre. Par ailleurs, les importants ajustements sectoriels et régionaux qui sont encore en cours en réponse aux mouvements des principaux prix relatifs continuent de rendre particulièrement difficile l'évaluation du niveau des capacités.

BIBLIOGRAPHIE

Banque du Canada (1991). « Cibles de réduction de l'inflation : Communiqué et documentation à l'appui », *Revue de la Banque du Canada* (mars), p. 3-21.

_____ (1991). « Les cibles de réduction de l'inflation : autres considérations d'ordre pratique et questions de mesure », *Revue de la Banque du Canada* (septembre), p. 3-23.

_____ (2001). « Déclaration commune du gouvernement canadien et de la Banque du Canada concernant la reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation », communiqué du 17 mai 2001 et documents d'information reproduits dans la *Revue de la Banque du Canada* (été), p. 67-79.

Canada. Statistique Canada. *Information population active*, publication mensuelle n° 71-001-PPB au catalogue de Statistique Canada, Ottawa.

Consensus Economics Inc. (2006). *Consensus Forecasts* (divers numéros).

Crawford, A. (2001). « La prévisibilité du taux moyen d'inflation en longue période », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 15-22.

Macklem, T. (2001). « Une nouvelle mesure de l'inflation fondamentale », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 3-14.

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada est publié deux fois l'an, soit en avril et en octobre. Des mises à jour de l'analyse qui y est présentée paraissent en juillet et en janvier. Pour recevoir des exemplaires du *Rapport* au complet, du *Sommaire* ou de la *Mise à jour*, veuillez communiquer avec le Service de la diffusion des publications, département des Communications, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9.

Téléphone : 1 877 782-8248
Adresse électronique : publications@banqueducanada.ca
Site Web : www.banqueducanada.ca